BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2013

banqueducanada.ca

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2013

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2013

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Stephen S. Poloz, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté et Lawrence Schembri.

« Nous pouvons entrevoir la séquence suivante : la demande étrangère va reprendre, nos exportations vont progresser davantage, la confiance va s'améliorer, les entreprises existantes vont prendre de l'expansion, les firmes vont investir pour augmenter leurs capacités, et de nouvelles sociétés vont être créées. [...] Stabilité et patience sont les deux choses dont nous avons le plus besoin en ce moment. »

—Stephen S. Poloz

Gouverneur, Banque du Canada
Burlington (Ontario)
19 juin 2013

Table des matières

L'économie mondiale 1

- La conjoncture financière mondiale 3
- Les États-Unis 4
- La zone euro 7
- Le Japon 8
- Les économies de marché émergentes 9
- Les cours des produits de base 10
- Les implications pour l'économie canadienne 12
- Le dollar canadien 13

L'économie canadienne 14

- Les conditions financières 15
- L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 18
  - Encadré 1 : Les répercussions économiques à court terme des récentes inondations dans le sud de l'Alberta et de la grève des travailleurs de la construction au Québec 19
- L'économie réelle 21
  - Encadré 2 : La capacité de réponse des exportateurs canadiens à une hausse de la demande étrangère 25
- L'inflation 28
  - Encadré 3 : Les facteurs spéciaux expliquant la récente faiblesse de l'inflation mesurée par l'indice de référence 29

Les risques entourant les perspectives 33

L'économie mondiale

La croissance de l'économie mondiale demeure modeste, quoique la cadence de l'activité varie beaucoup d'une grande économie à l'autre. Aux États-Unis, l'expansion se poursuit à un rythme modéré, le renforcement continu de la demande privée étant contrebalancé en partie par l'incidence de l'assainissement budgétaire. Au Japon, la détente budgétaire et monétaire contribue à un redressement rapide de la croissance économique. Dans la zone euro, par contre, l'activité reste anémique, en raison de l'austérité budgétaire, de la fragmentation de l'accès au crédit et du bas niveau de la confiance. Même si elle est plus vigoureuse que dans les économies avancées, la croissance du PIB réel a ralenti en Chine et dans les autres économies émergentes, ce qui exerce une pression à la baisse sur les cours mondiaux des produits de base.

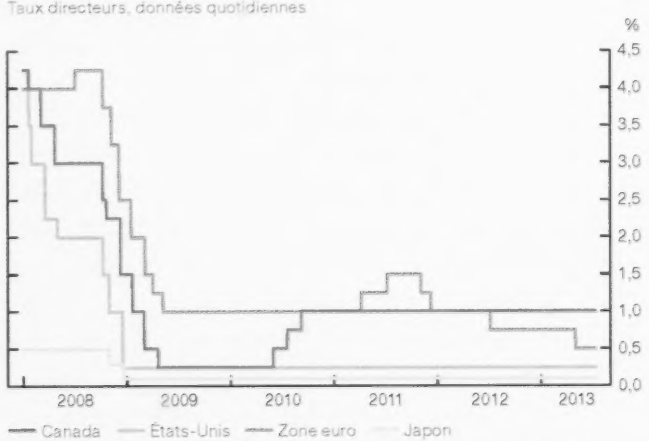
La croissance de l'économie mondiale demeure modeste.

Les conditions financières mondiales demeurent très favorables, malgré une augmentation des rendements obligataires et le fait que, plus récemment, la demande de certains actifs à risque a diminué. La détente monétaire considérable reste en place aux États-Unis et dans les autres économies avancées, étant donné l'offre excédentaire substantielle et les pressions désinflationnistes qui persistent (**Graphique 1** et **Graphique 2**).

La détente monétaire considérable reste en place.

Graphique 1 : **Les taux directeurs des économies avancées sont à des niveaux historiquement bas**

Taux directeurs, données quotidiennes



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

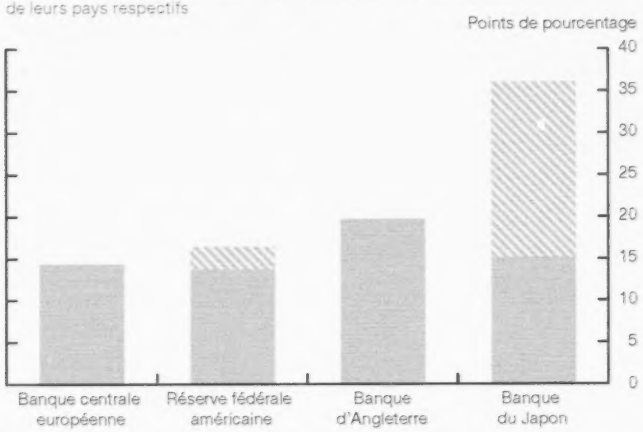
Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 12 juillet 2013

Le rythme de progression de l'économie du globe devrait s'établir à 2,8 % en 2013, avant de grimper à 3,5 % en 2014 et à 3,7 % en 2015 (**Tableau 1**). La projection de la Banque est un peu plus faible que celle présentée dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril, en raison principalement d'une révision à la baisse de la croissance du PIB réel de la Chine et des autres économies de marché émergentes.

Graphique 2 : **Certaines banques centrales se sont engagées à procéder à un nouvel assouplissement monétaire substantiel en recourant à des mesures non traditionnelles**

Variation des actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs



Nota : La hausse attendue des actifs de la Réserve fédérale américaine repose sur la moyenne des prévisions du secteur privé, en supposant que le stock total des actifs ne changera pas après la fin du présent programme d'achat d'actifs. Pour le Japon, la variation attendue des actifs détenus se fonde sur la plus récente décision de politique monétaire annoncée par la banque centrale. En ce qui a trait à la Banque centrale européenne et à la Banque d'Angleterre, aucune augmentation d'achats d'actifs n'est prévue entre le deuxième trimestre de 2013 et le quatrième trimestre de 2015.

Sources : Banque centrale européenne et Eurostat; Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis; Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon); calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2013T1

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2012	2013	2014	2015
États-Unis	19	2,2 (2,2)	1,7 (2,0)	3,1 (3,1)	3,2 (3,3)
Zone euro	14	-0,5 (-0,5)	-0,8 (-0,6)	0,8 (0,8)	1,3 (1,4)
Japon	6	1,9 (2,0)	1,9 (1,4)	1,3 (1,6)	1,2 (1,4)
Chine	15	7,8 (7,8)	7,4 (7,7)	7,3 (7,6)	7,5 (7,7)
Autres pays	47	3,1 (3,1)	2,9 (3,2)	3,6 (3,7)	3,8 (3,9)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,0)	2,8 (3,0)	3,5 (3,6)	3,7 (3,8)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2012. Du fait que les chiffres sont arrondis, il se peut que la somme des pourcentages ne soit pas égale à 100.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2013

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

La conjoncture financière mondiale

Les conditions financières mondiales restent très favorables. Même si les rendements de la plupart des obligations d'État ont fortement augmenté ces derniers mois, ils sont encore plutôt bas en regard du passé (**Graphique 3**). À mesure que la reprise de l'activité à l'échelle mondiale, tirée par l'économie des États-Unis, se poursuivra et que les risques à la baisse s'estomperont, une normalisation des taux d'intérêt sera à la fois nécessaire et souhaitable. Au cours de ce processus, on peut s'attendre à une certaine volatilité à court terme et à une surréaction temporaire.

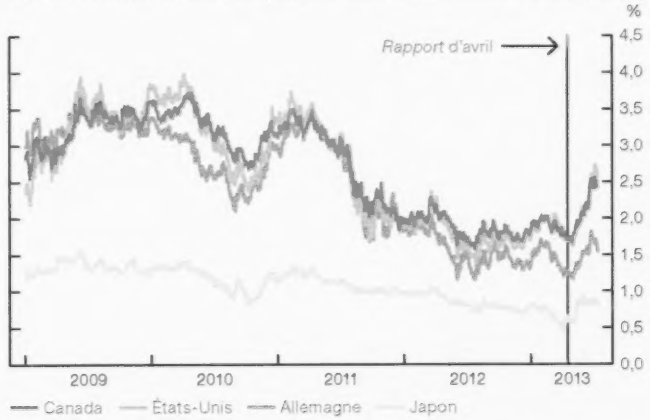
Les conditions financières mondiales restent très favorables.

Les rendements des obligations bien notées de sociétés américaines ont augmenté parallèlement à ceux des obligations d'État, mais ils continuent d'avoisiner des creux historiques. D'autres actifs américains, notamment des titres de fiducies de placement immobilier, des obligations de sociétés à rendement élevé et des obligations municipales, ont enregistré des baisses de cours plus marquées. Les écarts de rendement relatifs aux obligations des États périphériques de la zone euro se sont également élargis ces dernières semaines[1].

Les cours des actions se situent à des niveaux historiquement élevés dans bon nombre d'économies avancées (**Graphique 4**). La variation du degré de confiance des investisseurs à l'égard de la mise en œuvre d'un programme de réforme à trois volets par les autorités japonaises a contribué à la volatilité récente de l'indice Nikkei. Toutefois, ce dernier est encore d'environ 60 % supérieur au niveau enregistré en novembre 2012, au moment où les attentes entourant la mise en place de politiques énergiques de relance ont commencé à s'enraciner[2].

Graphique 3 : **Même si les rendements des obligations d'État à long terme ont fortement augmenté ces derniers mois dans les grandes économies, ils sont encore plutôt bas**

Rendement à l'échéance des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Source : Reuters

Dernière observation : 12 juillet 2013

1 Les écarts de rendement relatifs aux obligations d'État du Portugal se sont fortement accrus récemment, en raison de l'incertitude politique qui règne dans ce pays. Compte tenu des difficultés qu'éprouve la Grèce à respecter les modalités de son programme de financement, les écarts de rendement relatifs à ses obligations souveraines se sont également élargis dernièrement, mais ils demeurent inférieurs aux niveaux atteints au début de l'année.

2 Dans un discours prononcé en novembre 2012, un mois avant d'être élu premier ministre du Japon, Shinzō Abe préconisait un assouplissement énergique de la politique monétaire et un accroissement des dépenses publiques afin de stimuler la croissance économique et de combattre la déflation. Bien que ces politiques aient été mises en œuvre seulement en 2013, le discours de novembre a provoqué un changement d'humeur sur les marchés financiers.

Graphique 4 : Les cours des actions sont à des niveaux historiquement élevés

Base 100 de l'indice : 3 janvier 2012, données quotidiennes

Source : Bloomberg

Dernière observation : 12 juillet 2013

Les économies de marché émergentes ont été aux prises avec une hausse des sorties de capitaux.

Les économies de marché émergentes ont été aux prises avec une hausse des sorties de capitaux en réaction aux perspectives de décélération de la croissance intérieure et au relèvement des taux d'intérêt dans les économies avancées. Résultat : les rendements obligataires dans les économies émergentes se sont accrus, les cours des actions ont reculé et les monnaies se sont dépréciées malgré les interventions de nombreuses banques centrales.

Les États-Unis

L'expansion économique aux États-Unis devrait s'enraciner plus fermement.

L'expansion économique aux États-Unis devrait s'enraciner plus fermement, les effets de l'assainissement budgétaire et de la réduction du levier d'endettement des ménages se dissipant graduellement. La politique monétaire très expansionniste demeure déterminante dans le soutien de la reprise.

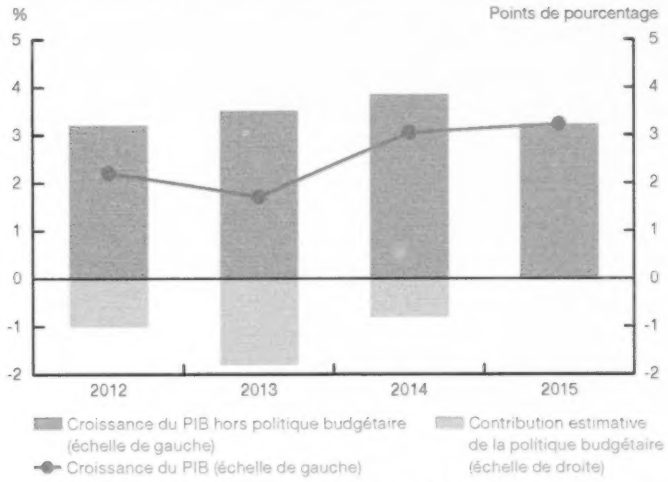
La croissance du PIB réel des États-Unis s'est accélérée pour atteindre 1,8 % au premier trimestre, à la faveur d'une hausse modérée des dépenses de consommation et du dynamisme soutenu de la construction résidentielle. On estime que l'expansion économique est demeurée modeste au deuxième trimestre, mais elle devrait se renforcer progressivement jusqu'au milieu de 2014 et se stabiliser à environ 3 1/4 % par la suite.

L'assainissement budgétaire continue de peser lourd sur la croissance du PIB des États-Unis (**Graphique 5**). Comme il était indiqué dans le *Rapport* d'avril, l'effet modérateur devrait se chiffrer à 1,8 point de pourcentage en 2013, à 0,8 point en 2014 et à zéro en 2015[3].

3 Il reste encore un certain nombre de questions d'ordre budgétaire à court terme à résoudre. Par exemple, la limite concernant le plafond de la dette (le montant maximal de la dette que le pays peut supporter à tout moment et qui est imposé par le Congrès américain) a été atteinte le 19 mai 2013. Le Trésor américain a introduit des mesures extraordinaires qui permettront au pays de continuer à honorer ses obligations financières jusqu'en octobre ou novembre, selon les estimations du Bureau du budget du Congrès. Dans sa projection, la Banque table sur l'hypothèse qu'une entente sera conclue et que les perturbations des activités du gouvernement américain seront minimes.

Graphique 5 : **L'assainissement budgétaire continue de brider la croissance du PIB des États-Unis**

Contribution à la croissance du PIB réel, données annuelles



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance traduit à la fois l'effet direct des mesures prises sur les dépenses publiques et leurs retombées indirectes sur les autres composantes de la demande globale.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

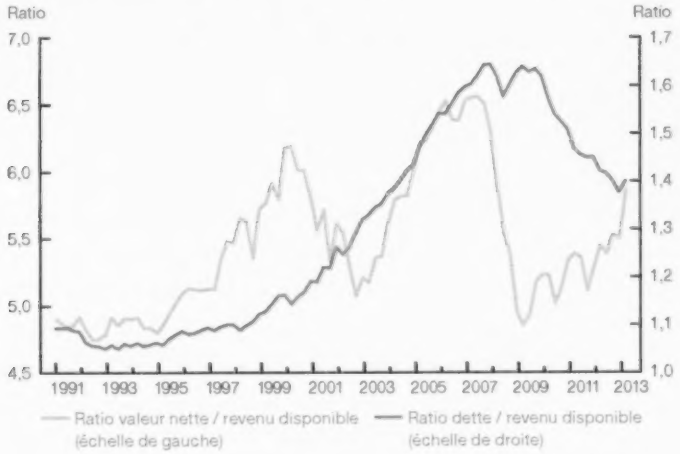
Par contre, la politique monétaire devrait demeurer très expansionniste. La Réserve fédérale américaine a indiqué qu'elle pourrait ralentir le rythme des achats d'actifs plus tard cette année et mettre fin à ceux-ci vers le milieu de 2014, dans la mesure où les perspectives de croissance économique et le marché du travail s'améliorent, comme elle s'y attend. Toutefois, comme on anticipe que le taux de chômage demeurera élevé, et les pressions inflationnistes, limitées, la plupart des membres du Comité de l'open market de la Réserve fédérale prévoient que le premier relèvement du taux directeur ne se produira pas avant 2015.

La consommation devrait progresser à une cadence plus solide.

Selon les estimations, la croissance des dépenses de consommation a été modeste au deuxième trimestre de 2013, les ménages ayant dû s'adapter aux hausses d'impôt votées antérieurement. Par la suite, la consommation devrait progresser à une cadence plus solide, soutenue en cela par de nouveaux gains au chapitre de l'emploi et des salaires, un accès plus facile au crédit, une amélioration de la confiance, et l'accroissement notable de la valeur nette des ménages attribuable à la montée des cours des actions et des prix des maisons (**Graphique 6**). L'activité dans le secteur du logement progresse rapidement depuis plusieurs trimestres, mais elle se situait à des niveaux extrêmement bas. Elle devrait maintenir ce rythme grâce aux mêmes facteurs fondamentaux favorables mentionnés précédemment et à une reprise de la formation des ménages. L'effet de rétroaction positif entre le redémarrage de ce secteur et la croissance de la consommation devrait persister au cours de la période de projection. Compte tenu de cette dynamique et du degré de désendettement considérable des ménages qui a déjà eu lieu, le risque existe que la consommation et l'activité dans le secteur du logement dépassent les attentes. Si cela se produisait, l'effet sur la confiance des entreprises et l'investissement serait positif.

Graphique 6 : Les ménages américains ont accompli des progrès considérables pour assainir leur situation financière

Données trimestrielles



Nota : Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans les calculs de la dette des ménages aux États-Unis.

Sources : Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis — Dernière observation : 2013T1

Graphique 7 : La rentabilité des sociétés américaines est élevée

Part des bénéfices des sociétés dans le PIB, données trimestrielles

Sources : Réserve fédérale américaine et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2013T1

La croissance des investissements des entreprises aux États-Unis devrait se redresser.

Les capacités excédentaires, conjuguées à l'incertitude entourant la demande future, ont pesé sur les dépenses d'investissement au cours des derniers trimestres. Toutefois, la croissance des investissements des entreprises devrait se redresser, à mesure que la confiance se rétablira et que les conditions générales de la demande s'amélioreront davantage. Le faible coût du capital observé actuellement et la situation financière solide des sociétés procureront un soutien additionnel (**Graphique 7**). L'expansion rapide dans le secteur américain de l'énergie continue à stimuler les dépenses d'infrastructure, et la baisse des cours de l'énergie qui en découle dynamisera l'activité économique aux États-Unis.

Grâce au raffermissement de la demande étrangère, les exportations devraient contribuer de plus en plus à la croissance économique aux États-Unis. Les importations hors pétrole devraient également augmenter, en phase avec le renforcement de la demande intérieure, alors que les importations de pétrole d'outre-mer poursuivront leur baisse en raison de la hausse de la production intérieure.

La persistance de l'offre excédentaire sur les marchés du travail et des produits exerce une pression à la baisse sur l'inflation aux États-Unis. Le taux de croissance sur douze mois de l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages excluant les aliments et l'énergie a diminué pour s'établir à 1,1 % ces derniers mois, ce qui représente un creux historique. Au cours de la période de projection, l'inflation aux États-Unis devrait remonter vers la cible de 2 %, l'offre excédentaire diminuant graduellement.

L'offre excédentaire sur les marchés du travail et des produits exerce une pression à la baisse sur l'inflation aux États-Unis.

La zone euro

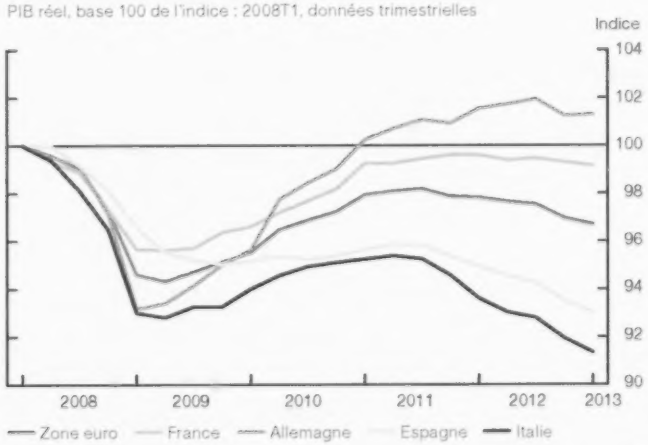
Dans la zone euro, le PIB réel a reculé de 1,1 % au premier trimestre de 2013, du fait principalement de la faiblesse de l'investissement. La croissance est devenue légèrement positive en Allemagne, mais a été négative dans la plupart des autres pays, en raison de l'austérité budgétaire, des conditions du crédit tendues, du chômage extrêmement élevé et du bas niveau de la confiance (**Graphique 8**). Face à l'atonie persistante des conditions économiques et à l'inflation modérée, la Banque centrale européenne a abaissé son taux directeur de 25 points de base en mai et a par la suite indiqué qu'elle le maintiendrait à un bas niveau pendant une longue période. La fragmentation financière continue toutefois de nuire à la transmission de la politique monétaire, comme en témoigne l'écart entre les taux débiteurs dans les économies périphériques et les grandes économies (**Graphique 9**).

Le niveau de l'activité économique dans la zone euro devrait se stabiliser cette année et une reprise graduelle devrait être observée en 2014. En 2015, la croissance devrait s'accélérer quelque peu, grâce à la réduction de l'effet modérateur exercé par l'assainissement budgétaire et à une certaine amélioration des conditions du crédit.

Le niveau de l'activité économique dans la zone euro devrait se stabiliser cette année.

Graphique 8 : **Le PIB réel recule dans la plupart des pays périphériques de la zone euro**

PIB réel, base 100 de l'indice : 2008T1, données trimestrielles



Sources : Eurostat et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2013T1

Graphique 9 : **La fragmentation financière continue de nuire à la transmission de la politique monétaire dans la zone euro**

Taux d'intérêt des nouveaux prêts accordés à des sociétés non financières, données mensuelles

Nota : Les données pour la Grèce ne comprennent que les prêts dont l'échéance est d'un an ou moins.
Source : Banque centrale européenne Dernière observation : mai 2013

Dans sa projection, la Banque table sur l'hypothèse selon laquelle la crise de la zone euro restera contenue. Cependant, pour que la reprise soit soutenue, il faudra accomplir davantage de progrès dans la réduction du levier d'endettement des banques et dans les réformes structurelles et budgétaires, assurer une intégration économique plus poussée et parvenir à une mise en œuvre complète et à point nommé de l'union bancaire[4]. Une recrudescence possible de la crise dans la zone euro fait donc encore planer un important risque à la baisse sur la projection de la Banque.

Le Japon

Les autorités japonaises sont en train de mettre à exécution des réformes et des politiques ambitieuses destinées à stimuler les perspectives de croissance du pays et à mettre fin à la déflation. Le programme comporte trois volets (communément appelés les « trois flèches »), soit 1) l'adoption d'une cible d'inflation de 2 % par la Banque du Japon et un assouplissement monétaire quantitatif sans précédent permettant d'atteindre cet objectif d'ici deux ans environ; 2) la mise en place d'importants stimulants budgétaires à court terme, suivie d'un assainissement des finances publiques à compter du milieu de 2014; et 3) l'instauration de réformes structurelles afin de favoriser l'expansion à long terme. Les mesures de relance monétaire et budgétaire ont des effets positifs. Les cours des actions sont beaucoup plus élevés qu'en novembre, les taux d'intérêt réels à long terme sur les obligations de l'État japonais sont tombés sous zéro, le yen s'est déprécié de plus de 20 % par rapport au dollar É.-U. et la confiance s'est accrue de

4 L'établissement de l'union bancaire s'est avéré un processus difficile, qui est loin d'être terminé. De nouvelles mesures ont été prises en juin et en juillet, les ministres des finances de l'Union européenne s'étant entendus sur une orientation générale et la Commission européenne ayant élaboré une proposition qui vise l'instauration d'un mécanisme de résolution unique applicable aux banques de l'Union européenne. De plus, on a convenu de permettre au Mécanisme européen de stabilité de recapitaliser directement les banques de la zone euro, mais seulement après que les déposants et les États concernés auront été mis à contribution. Ces mesures n'ont pas encore été adoptées par voie législative, mais si elles sont entérinées, elles aideraient à réduire les interactions défavorables entre les banques en difficulté et les pays souverains.

façon marquée. Ces évolutions ont contribué à une reprise rapide de l'activité économique, la croissance du PIB réel s'étant raffermie pour atteindre 4,1 % au premier trimestre de 2013.

La croissance économique au Japon devrait demeurer robuste pour le reste de 2013, soit avoisiner 3 % en moyenne, et se modérer par la suite compte tenu de hausses de la taxe sur la valeur ajoutée. Toutefois, la volatilité récente des conditions financières fait ressortir les défis auxquels les autorités japonaises sont confrontées relativement à l'application de leur programme en trois volets. Les dirigeants ont indiqué clairement qu'en plus des mesures de politique monétaire, il était primordial de mettre en œuvre des réformes structurelles et budgétaires ambitieuses pour faire face aux enjeux liés au vieillissement de la population du pays et au niveau élevé de la dette publique.

La croissance économique au Japon devrait demeurer robuste pour le reste de 2013.

Les économies de marché émergentes

La croissance du PIB réel de la Chine a ralenti pour s'établir à 7,5 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2013. La décélération continue de l'économie chinoise s'explique en grande partie par l'affaiblissement de la demande étrangère et le ralentissement de la progression des dépenses d'investissement. En outre, les autorités ont récemment introduit de nouvelles mesures visant à restreindre tant la croissance du crédit que les activités dans le secteur bancaire parallèle[5]. Ces mesures ont contribué aux tensions récentes sur le marché interbancaire chinois.

Le taux d'accroissement du PIB réel de la Chine devrait diminuer encore un peu pour se situer à 7 1/4 % jusqu'à la fin de 2014, car la faible expansion des investissements publics dans les infrastructures, les capacités inutilisées dans certaines industries lourdes et les mesures destinées à réduire la croissance du crédit ont pour effet de ralentir davantage le rythme de progression des investissements. Un raffermissement graduel de la consommation, soutenu par des conditions solides sur le marché du travail et des réformes structurelles favorisant la consommation (**Graphique 10**), devrait permettre à la croissance de l'activité économique de se stabiliser aux environs de 7 1/2 % en 2015[6]. Les exportations nettes, bridées par l'appréciation continue du taux de change effectif réel du renminbi, ne contribueront que modestement à la croissance du PIB au cours de la période de projection. Comparativement au *Rapport* d'avril, la progression du PIB réel a été révisée à la baisse jusqu'à la fin de 2015, en raison du resserrement des conditions financières. Les efforts déployés pour maîtriser l'expansion du crédit, les déséquilibres existants au sein de l'économie chinoise ainsi que les défis associés à la réorientation de l'activité vers une croissance tirée par la consommation font peser d'importants risques à la baisse sur la projection.

Le taux d'accroissement du PIB réel de la Chine devrait diminuer encore un peu pour se situer à 7 1/4 %.

La progression du PIB réel d'autres pays émergents, tels que la Russie et l'Inde, a également ralenti au cours des derniers trimestres, en raison de contraintes structurelles et de la demande extérieure déprimée. De plus, compte tenu du fléchissement de la croissance économique, les pays émergents sont particulièrement vulnérables aux turbulences financières mondiales. En effet, les conditions du crédit se sont resserrées par suite des

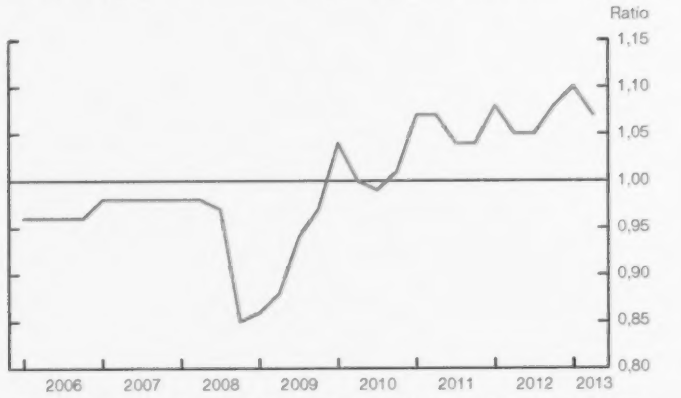
La progression du PIB réel d'autres pays émergents a ralenti.

5 La croissance du crédit, mesurée par le financement social total, ralentit, mais demeure élevée. En plus des prêts bancaires « traditionnels », le financement social total comprend un éventail d'autres formes de crédit telles que les prêts fiduciaires, les obligations de sociétés et le financement par actions.

6 Le gouvernement projette d'augmenter le revenu disponible des ménages en haussant le salaire minimum et en améliorant les filets de sécurité sociale comme les soins de santé et les prestations d'aide sociale.

Graphique 10 : **Des conditions favorables sur le marché du travail devraient concourir à la croissance de la consommation en Chine**

Ratio demande de main-d'œuvre / offre de main-d'œuvre, données trimestrielles



Nota : Le ratio demande de main-d'œuvre / offre de main-d'œuvre mesure le rapport entre les possibilités d'emploi et le nombre de demandeurs d'emplois recensés par les bureaux de placement de cent villes chinoises. Un ratio supérieur (inférieur) à 1 indique qu'il y a plus (moins) de possibilités d'emploi que de demandeurs d'emplois. Un ratio égal à 1 indique que le nombre de possibilités d'emploi est égal au nombre de demandeurs d'emplois.

Source : ministère des Ressources humaines et de la Sécurité sociale (Chine) Dernière observation : 2013T2

sorties de capitaux provoquées par la détérioration des perspectives concernant la croissance intérieure et la hausse des taux d'intérêt dans les économies avancées. À quelques exceptions près, les autorités monétaires de plusieurs pays émergents ont abaissé leur taux directeur et permis une certaine dépréciation des taux de change, en réaction à la modération du rythme de l'expansion économique. Des mesures de relance macroéconomiques, un raffermissement de la demande extérieure ainsi que des réformes structurelles (en particulier celles qui visent à réduire les goulots d'étranglement) devraient favoriser un redressement de la croissance durant la période projetée.

Les cours des produits de base

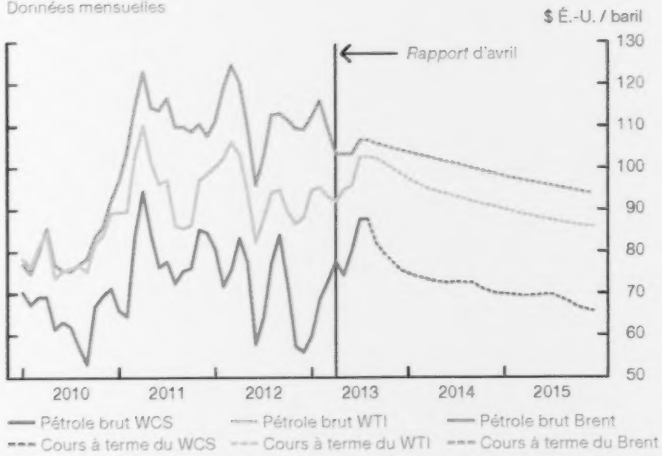
Le ralentissement de la demande en Chine et dans d'autres économies émergentes, conjugué à un certain recul de la demande d'actifs à risque, a exercé des pressions à la baisse sur les prix de nombreux produits de base ces derniers mois, surtout ceux des métaux communs.

Les cours du pétrole en Amérique du Nord ont fortement augmenté, alors que les prix des autres produits de base ont chuté.

Les cours mondiaux du pétrole mesurés par les prix de référence du Brent se sont inscrits en légère hausse depuis avril, en réponse aux vives préoccupations liées au contexte géopolitique. Les cours du pétrole en Amérique du Nord ont cependant fortement augmenté, grâce à l'amélioration des capacités de transport et à un accroissement de la demande saisonnière qui ont contribué à réduire les stocks dans le Midwest américain. Par conséquent, l'écart entre les cours du pétrole brut Brent et ceux du West Texas Intermediate (WTI) s'est rétréci, s'établissant à quelque 3 dollars É.-U., soit le niveau le plus bas enregistré depuis plus de deux ans. Par ailleurs, l'écart entre les cours du WTI et du Western Canada Select (WCS) est retourné à un niveau plus normal d'environ 15 dollars É.-U., en baisse par rapport à une moyenne de 35 dollars É.-U. en janvier. Les prix du gaz naturel sont encore tributaires des conditions météorologiques et se sont repliés d'environ 14 %.

Graphique 11 : **Les cours du pétrole devraient reculer pendant la période de projection**

Données mensuelles



Nota : Les valeurs pour juillet 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 12 juillet 2013.
Les cours à terme se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 juillet 2013.

Source : Banque du Canada

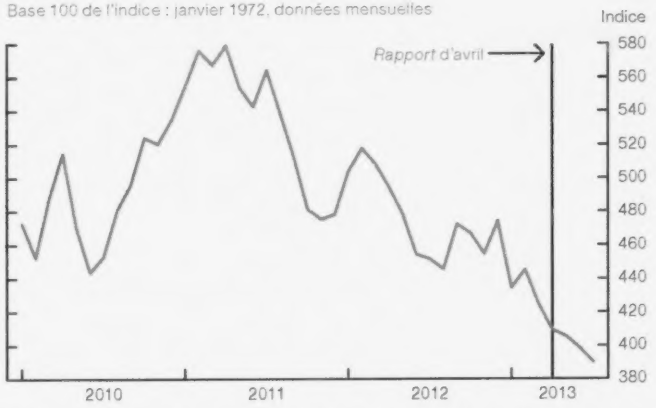
Les plus récentes courbes des cours à terme donnent à penser que les cours du pétrole brut vont reculer.

Les plus récentes courbes des cours à terme donnent à penser que les cours du pétrole brut vont reculer d'environ 11 % d'ici la fin de 2015, ce qui cadre avec une hausse de la production mondiale, une progression modeste de la demande et une diminution attendue de la prime de risque liée aux tensions au Moyen-Orient (**Graphique 11**). L'écart entre les cours du Brent et du WTI devrait s'accroître quelque peu, et celui entre les cours du WTI et du WCS devrait aussi augmenter. On s'attend à ce que les prix du gaz naturel en Amérique du Nord grimpent aux environs de 4,30 dollars É.-U. par million de BTU d'ici la fin de 2015, en raison de la demande accrue pour la production d'électricité.

Les cours des produits non énergétiques ont chuté de 7 % depuis la parution de la dernière livraison du *Rapport*. Dans l'ensemble, ils devraient demeurer inchangés jusqu'au milieu de 2014, puis remonter graduellement sous l'effet de l'amélioration de la demande mondiale. En réponse à un ralentissement temporaire de la construction résidentielle aux États-Unis, à une baisse de la demande en Chine et à une forte hausse de la production en Amérique du Nord, les prix du bois d'œuvre ont plongé d'environ 22 %, annulant les gains enregistrés depuis octobre. Les prix devraient toutefois grimper durant la période de projection, grâce à la vigueur persistante de la construction résidentielle aux États-Unis. Par contre, les prix des métaux communs devraient fléchir à court terme, en raison du ralentissement de la demande (en particulier celle émanant de la Chine), de l'accroissement de la production et du niveau élevé des stocks (**Graphique 12**). Ces prix devraient ensuite augmenter légèrement à compter du milieu de 2014, soutenus en cela par un redressement de la demande mondiale.

Graphique 12 : **Les prix des métaux communs affichent une tendance à la baisse depuis 2011**

Base 100 de l'indice : janvier 1972, données mensuelles



Nota : Les valeurs pour juillet 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 12 juillet 2013.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 12 juillet 2013

Les implications pour l'économie canadienne

La mesure de l'activité étrangère devrait progresser à un rythme solide.

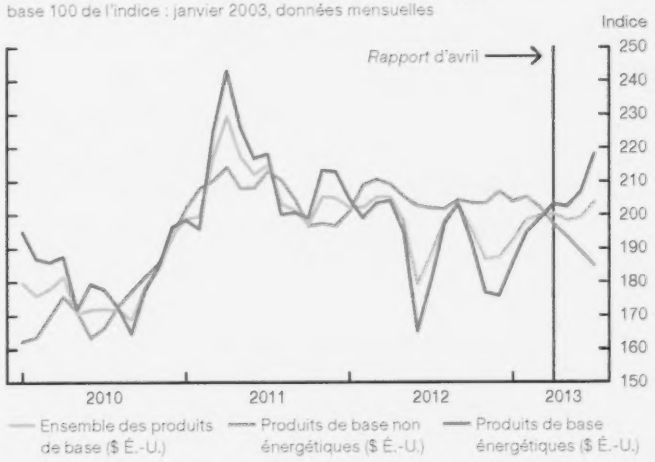
La mesure de l'activité étrangère de la Banque, qui reflète la composition de la demande extérieure visant les exportations du Canada hors produits de base, montre une inversion de seulement 75 % environ du recul enregistré durant la récession de 2008-2009, ce qui tient surtout au niveau d'activité accru, mais encore faible, observé dans le secteur de la construction résidentielle aux États-Unis. Au cours de la période de projection, cette mesure devrait toutefois progresser à un rythme solide, soit de près de 5,5 % en moyenne par année. Cette évolution s'explique par de fortes hausses des investissements des entreprises et de l'investissement résidentiel aux États-Unis dans un contexte d'amélioration continue de la confiance des ménages et des entreprises. La mesure de l'activité étrangère devrait retourner à son niveau d'avant la récession au début de 2014.

Dans l'ensemble, les prix des produits de base devraient rester relativement stables jusqu'à la fin de 2015.

L'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a légèrement augmenté depuis la publication du *Rapport* d'avril, en raison du renchérissement du pétrole brut (**Graphique 13**). L'IPPB devrait rester relativement stable jusqu'à la fin de 2015, les effets du repli des cours du pétrole devant être compensés par un relèvement graduel des prix des produits de base non énergétiques, dont le bois d'œuvre et, plus tard, les métaux communs. Par conséquent, compte tenu du profil d'évolution projeté des prix des produits de base, ceux-ci ne devraient pas apporter un soutien supplémentaire important aux termes de l'échange du Canada durant la période de projection. Les cours du pétrole demeurent néanmoins à des niveaux historiquement élevés et devraient soutenir les investissements des entreprises canadiennes dans les années à venir.

Graphique 13 : Les prix de l'énergie ont augmenté récemment, tandis que les cours des produits de base non énergétiques ont diminué

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



Nota : Les valeurs pour juillet 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant observés jusqu'au 12 juillet 2013.

Source : Banque du Canada

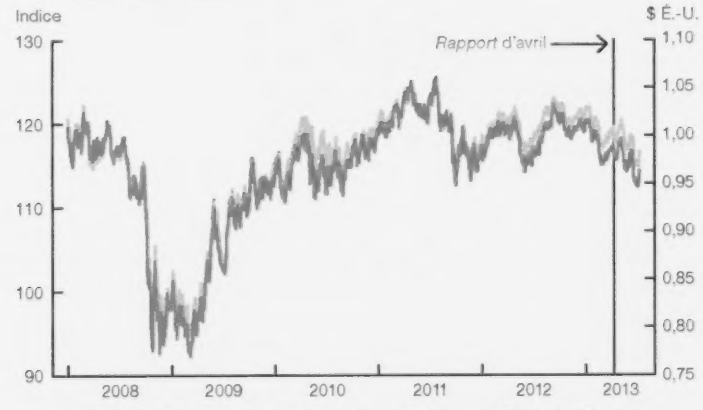
Dernière observation : 12 juillet 2013

Le dollar canadien

La valeur du dollar canadien s'est située en moyenne à environ 96 cents É.-U. depuis la date d'annonce préétablie de mai, comparativement au niveau de 98 cents É.-U. postulé en avril (**Graphique 14**). Il est d'usage pour la Banque de considérer que le dollar canadien se maintiendra à son niveau récent, soit 96 cents É.-U. en l'occurrence, durant la période projetée.

Graphique 14 : Le dollar canadien s'est déprécié depuis l'automne 2012

Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 12 juillet 2013

L'économie canadienne

La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne progresse à un rythme modéré jusqu'à la fin de 2015.

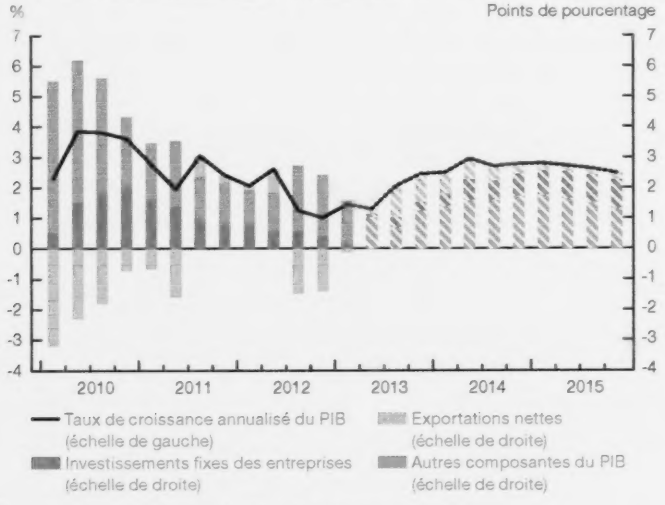
La Banque s'attend à ce que l'économie canadienne progresse à un rythme modéré jusqu'à la fin de 2015. La croissance sera volatile à court terme en raison de facteurs temporaires inhabituels, mais on entrevoit un renforcement de la vigueur sous-jacente de l'économie jusqu'en 2014. On anticipe que, après avoir nettement augmenté au premier trimestre de 2013, les exportations continueront de se redresser, ce qui devrait stimuler la confiance et favoriser une expansion de plus en plus solide des investissements fixes des entreprises (**Graphique 15**). L'économie sera également soutenue par la poursuite de la croissance des dépenses de consommation, alors que l'investissement résidentiel devrait connaître encore de modestes reculs. On prévoit que la croissance du PIB réel sera suffisante pour que la marge de capacités excédentaires notable présente actuellement au sein de l'économie soit résorbée vers le milieu de 2015, ce qui contribuera à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence remontent graduellement à 2 % d'ici là.

Les perspectives concernant la croissance et l'inflation au Canada ont peu changé.

Les perspectives concernant la croissance et l'inflation au Canada ont peu changé comparativement à celles présentées dans le *Rapport* d'avril. Bien que l'expansion du PIB réel au premier trimestre de 2013 ait été plus forte

Graphique 15 : Les investissements fixes des entreprises et les exportations nettes devraient se raffermir

Contribution à la croissance du PIB réel, moyenne mobile sur quatre trimestres



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

qu'escompté, la Banque entrevoit une conjoncture extérieure un peu plus difficile durant la période de projection qu'elle ne l'avait anticipé auparavant. Ce changement tient à une légère diminution des attentes quant à la croissance de l'économie mondiale, qui donne lieu à un profil d'évolution plus faible des prix des produits de base.

Compte tenu de tous les risques pesant sur les perspectives, la Banque juge que la projection est équilibrée.

Les conditions financières

Les conditions financières demeurent expansionnistes.

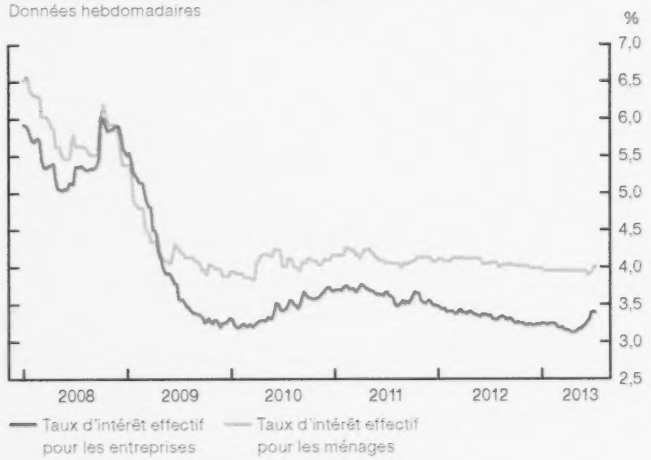
Les conditions financières au Canada demeurent expansionnistes, à la faveur de la détente monétaire considérable en place actuellement (**Graphique 16**). Depuis la parution du *Rapport* d'avril, les marchés financiers canadiens ont néanmoins affiché une volatilité accrue, liée à l'évolution des marchés mondiaux.

Comme dans les autres économies avancées, les rendements des obligations d'État ont progressé au Canada, renversant ainsi le mouvement de déclin amorcé au début de l'année (**Graphique 3**). Les rendements des obligations des sociétés ont également augmenté, de même que la volatilité des écarts de crédit. Quoi qu'il en soit, les rendements des obligations canadiennes restent bas par rapport aux niveaux passés, du fait notamment de la forte demande extérieure de titres à revenu fixe du Canada. Les actions canadiennes ont continué d'afficher un rendement inférieur à celui des actions de la plupart des autres économies avancées (**Graphique 4**), en raison surtout de l'exposition relativement élevée du marché canadien à l'évolution des prix des produits de base.

Malgré la volatilité observée dernièrement sur les marchés de capitaux, les conditions générales du crédit aux firmes canadiennes restent favorables, comme en témoignent les réponses recueillies dans le cadre des plus récentes enquêtes menées par la Banque sur les perspectives des entreprises et auprès de responsables du crédit (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site

Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux très favorables

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.

Source : calculs de la Banque du Canada

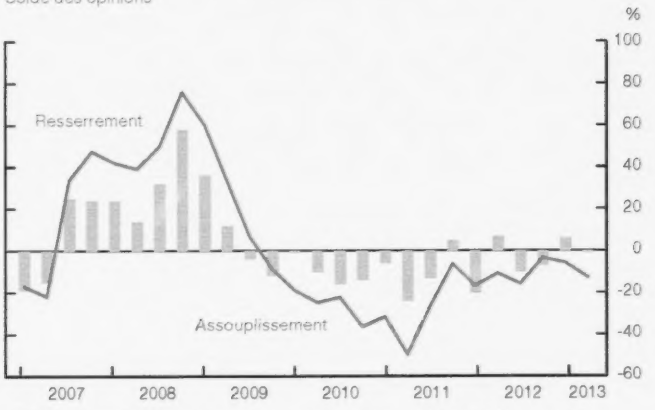
Dernière observation : 12 juillet 2013

Web de la Banque). Les résultats de ces deux enquêtes donnent à penser qu'à la mi-juin, les conditions du crédit avaient globalement peu varié depuis l'automne passé, après une période d'assouplissement quasi ininterrompue depuis la fin de 2009 (**Graphique 17**).

Dans ce contexte, la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises s'est modérée tout au long des cinq premiers mois de 2013 pour s'établir à un taux avoisinant sa moyenne historique (**Graphique 18**). Cette modération

Graphique 17 : Les conditions du crédit n'ont guère changé ces derniers trimestres pour les entreprises canadiennes

Solde des opinions



Conditions générales du crédit aux entreprises selon l'enquête auprès des responsables du crédit[a]

Conditions générales du crédit selon l'enquête sur les perspectives des entreprises[b]

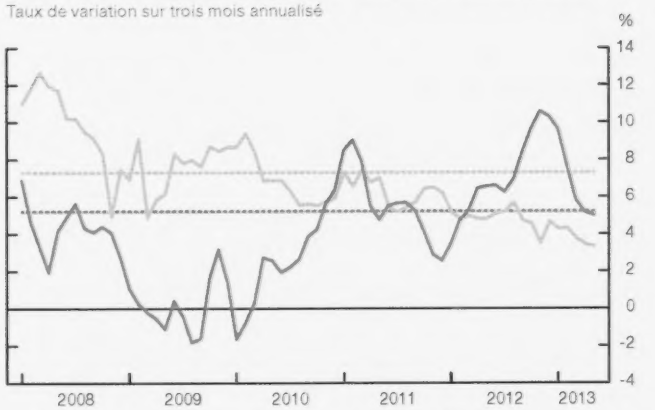
a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement

b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2013T2

Graphique 18 : Tandis que la croissance des crédits aux entreprises s'est modérée pour s'établir à sa moyenne historique, celle des crédits aux ménages se situe bien en deçà de la moyenne

Taux de variation sur trois mois annualisé



Ensemble des crédits aux entreprises

Moyenne de la croissance des crédits aux entreprises observée depuis 1992

Ensemble des crédits aux ménages

Moyenne de la croissance des crédits aux ménages observée depuis 1992

Source : Banque du Canada — Dernière observation : mai 2013

fait suite à une expansion très rapide dans les derniers mois de 2012, laquelle a été stimulée par le refinancement anticipé des emprunts à de bas taux d'intérêt. Les besoins de financement des firmes sont demeurés relativement modestes ces derniers trimestres, compte tenu de la faible croissance des investissements fixes et des niveaux de trésorerie relativement élevés des entreprises non financières.

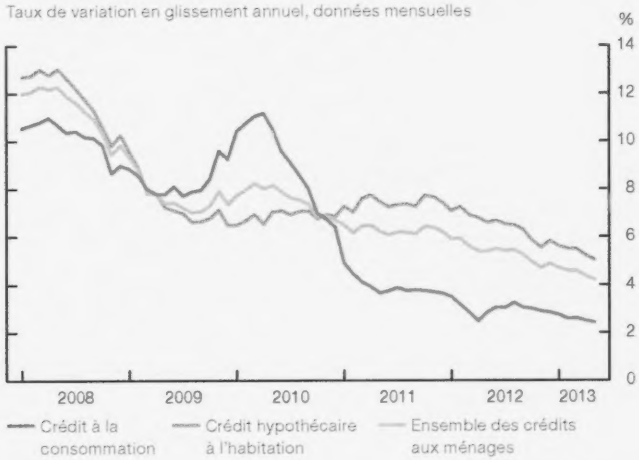
La croissance de l'ensemble des crédits aux ménages a continué de ralentir.

Les coûts d'emprunt des ménages restent très bas (**Graphique 16**), bien que certaines banques aient récemment annoncé des majorations des taux hypothécaires fixes parallèlement à la hausse générale des taux d'intérêt du marché. La croissance de l'ensemble des crédits aux ménages a continué de ralentir depuis la publication du *Rapport* d'avril, pour se situer bien en deçà de sa moyenne historique (**Graphique 18** et **Graphique 19**), et le ratio de la dette au revenu disponible des ménages a légèrement diminué. Les effets cumulatifs des changements apportés aux règles de l'assurance hypothécaire et du durcissement des lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires, la meilleure appréciation, de la part des consommateurs, des risques associés à un niveau d'endettement élevé ainsi que les rappels au sujet de la normalisation future des taux d'intérêt ont tous concouru à cette tendance à la baisse. Les récentes révisions des données confirment que ces facteurs ont influé de façon continue sur le comportement des ménages au cours des derniers trimestres, le ratio de la dette au revenu ayant été révisé à la baisse. La Banque s'attend à ce que le ratio de la dette au revenu disponible des ménages demeure stable ou se replie durant la période de projection.

Par suite notamment de la disparition de facteurs temporaires, l'expansion des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti par rapport à la cadence très rapide enregistrée au premier trimestre de l'année. L'accroissement des agrégats monétaires au sens large s'est également modéré, en raison principalement de la contribution de la masse monétaire au sens étroit. La tendance générale de la masse monétaire au sens large continue de cadrer avec la projection de la Banque concernant l'inflation.

Graphique 19 : **Le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages a continué de fléchir**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Source : Banque du Canada

Dernière observation : mai 2013

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

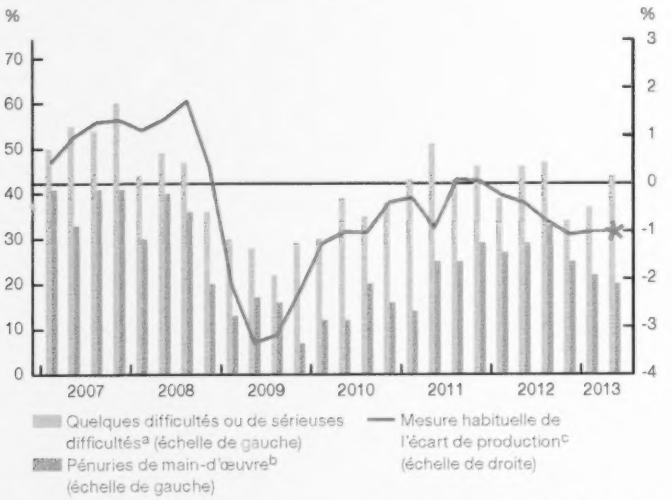
La croissance du PIB réel s'est accentuée au premier trimestre de 2013.

Une marge de capacités excédentaires notable subsiste au sein de l'économie canadienne. Comme prévu, la croissance du PIB réel s'est accentuée au premier trimestre de 2013, après avoir accusé de la faiblesse tout au long de 2012. À 2,5 % (en taux annuel), la croissance a été plus vigoureuse qu'estimé dans le *Rapport* d'avril, dépassant le rythme d'expansion estimatif de la production potentielle de l'économie pour la première fois en six trimestres.

Selon la mesure dont se sert habituellement la Banque, l'écart de production est maintenant légèrement moindre qu'estimé auparavant.

La croissance au premier trimestre a été alimentée par un redressement marqué des exportations, attribuable au renforcement de la demande privée aux États-Unis ces derniers trimestres et à la disparition des perturbations temporaires qui avaient freiné l'activité dans les secteurs de l'énergie et des mines au second semestre de 2012. Parallèlement, la plupart des grandes composantes de la demande intérieure finale n'ont que quelque peu progressé. Du fait de la croissance plus vigoureuse de l'économie canadienne au premier trimestre, ainsi que de modestes révisions à la hausse sur la période 2008-2012, le niveau du PIB réel au premier trimestre était de 0,5 % plus élevé qu'escompté dans le dernier *Rapport*. En conséquence, selon la mesure dont se sert habituellement la Banque, l'écart de production pour le premier trimestre est maintenant estimé à 1,0 %, soit un peu moins que le chiffre de 1,2 % avancé en avril (**Graphique 20**).

Graphique 20 : L'économie canadienne continue d'afficher une marge de capacités excédentaires notable



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2013 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre, ce qui exclut l'incidence de facteurs temporaires.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2013T2

On s'attend à ce que la croissance du PIB réel ait nettement ralenti au deuxième trimestre, pour avoisiner 1,0 %. Ce ralentissement tient principalement aux effets négatifs immédiats, sur l'activité économique, des inondations catastrophiques survenues en Alberta et de la grève ayant touché le secteur de la construction partout au Québec à la fin de juin (**Encadré 1**). Comme l'activité perdue devrait être en grande partie récupérée au troisième trimestre, la Banque fera abstraction de la volatilité provoquée par ces facteurs temporaires au moment d'évaluer la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne.

Dans l'ensemble, les indicateurs du marché du travail laissent entrevoir une marge de ressources inutilisées plus grande que l'écart de production mesuré par la Banque. Le nombre moyen d'heures travaillées reste sensiblement inférieur à sa tendance, alors que le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel et la durée moyenne du

◀ *Dans l'ensemble, les indicateurs du marché du travail laissent entrevoir une plus grande marge de ressources inutilisées.*

Encadré 1

Les répercussions économiques à court terme des récentes inondations dans le sud de l'Alberta et de la grève des travailleurs de la construction au Québec

L'économie canadienne a subi les contrecoups de plusieurs événements inhabituels ces dernières semaines : inondations catastrophiques dans le sud de l'Alberta, grève des travailleurs de la construction à l'échelle du Québec, tragédie à Lac-Mégantic et graves inondations à Toronto. Les deux premiers événements devraient avoir des conséquences notables à court terme sur l'activité économique au pays. La durée et l'ampleur de l'incidence de ces chocs sur l'économie sont entourées d'une grande incertitude, de même que leurs suites; les estimations approximatives présentées ci-dessous sont donc fondées sur un certain nombre d'hypothèses. De plus, ces événements devraient avoir pour effet d'accroître la volatilité des indicateurs économiques au cours des prochains trimestres, ce qui compliquera l'analyse des tendances de fond.

Les inondations qui ont dévasté une partie de l'Alberta, fin juin, ayant frappé tous les secteurs économiques de la province, la catastrophe devrait avoir sur la croissance du PIB réel une incidence considérable, dont l'ampleur est très difficile à établir précisément. La Banque postule que le recul de l'activité de la région au cours des dix derniers jours de juin a soustrait quelque 0,7 point de pourcentage à la croissance du PIB réel au second trimestre. Après ces graves perturbations, l'activité économique devrait se redresser, avec la remise en route partielle de la production et l'amorce des travaux de reconstruction. La Banque prévoit qu'il en résultera une hausse de la croissance d'approximativement 1,0 point de pourcentage au troisième trimestre.

La grève des travailleurs de la construction au Québec, qui a commencé le 17 juin, a touché tous les secteurs de l'industrie. Dans ceux de la construction résidentielle et des travaux routiers, une entente de principe a été conclue après une semaine de grève, alors que dans les autres, les ouvriers n'ont repris le travail que le 2 juillet, par suite de l'adoption par le gouvernement provincial d'une loi spéciale mettant fin au conflit. Comme l'industrie québécoise de la construction représente environ 1,4 % de l'économie canadienne, la Banque juge important l'effet de la grève sur l'activité économique. Elle estime que le conflit a retranché au total quelque 0,6 point de pourcentage de la croissance du PIB réel au deuxième trimestre et que celle-ci bénéficiera d'un effet de rebond d'environ 0,8 point de pourcentage au troisième trimestre.

La Banque estime que ces événements ont fait directement diminuer la croissance (exprimée en rythme annuel) d'environ 1,3 point de pourcentage au deuxième trimestre (**Tableau 1-A**). Étant donné la nature temporaire de ces chocs, ainsi que la nécessité de reconstruire ou de réparer les infrastructures endommagées dans les zones inondées de l'Alberta, on s'attend à un gain de croissance du PIB réel de 1,8 point de pourcentage au troisième trimestre.

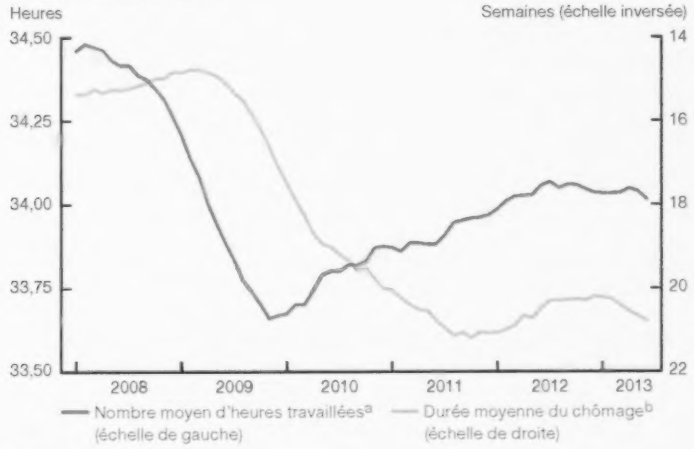
Tableau 1-A : Incidence estimative sur la croissance du PIB réel
Variation trimestrielle annualisée en points de pourcentage

	2e trimestre de 2013	3e trimestre de 2013
Inondations dans le sud de l'Alberta	-0,7	+1,0
Grève des travailleurs de la construction au Québec	-0,6	+0,8
Total	-1,3	+1,8

chômage demeurent à des niveaux élevés (**Graphique 21**). Les hausses de salaire sont restées modérées (**Graphique 22**), ce qui cadre avec la faiblesse observée du taux d'accroissement des prix dans le secteur des services. Malgré de solides gains au chapitre de l'emploi, le taux de chômage s'est maintenu un peu au-dessus de 7 %. Enfin, selon l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet été, on relève peu d'indices de pénuries de main-d'œuvre.

Graphique 21 : **Les données récentes sur le nombre moyen d'heures travaillées et la durée moyenne du chômage laissent entrevoir une offre excédentaire persistante**

Données mensuelles

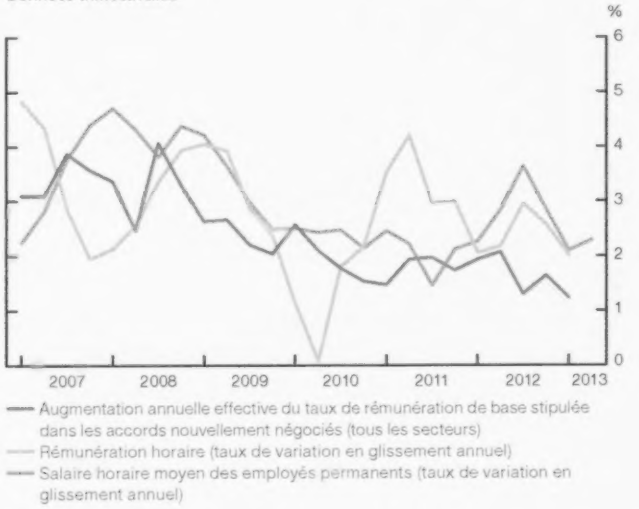


a. Heures, moyenne mobile sur 12 mois
b. Semaines, moyenne mobile sur 12 mois

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : juin 2013

Graphique 22 : **Les hausses récentes de salaire ont été modérées**

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada — Dernières observations : 2013T1 et 2013T2

À l'inverse, le pourcentage d'entreprises ayant déclaré, dans le cadre de la même enquête, qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande a augmenté pour se situer autour de sa moyenne historique, ce qui semble indiquer la présence au sein de l'économie d'une marge limitée de capacités inutilisées. Cette évolution concorde avec la faible expansion des stocks de capital ces derniers trimestres et avec les résultats de l'enquête selon lesquels l'incertitude continue d'influer sur les décisions d'investissement de nombreuses firmes. À mesure que la confiance des entreprises s'améliorera face aux signes d'un raffermissement de la demande, la capacité physique devrait s'accroître à un rythme plus vif. Ces investissements contribueront à la reconstruction du potentiel de production de l'économie canadienne en soutenant une augmentation plus marquée de la productivité et en aidant à réduire les contraintes de capacité dans certains secteurs.

Compte tenu du large éventail des indicateurs des pressions sur la capacité de production, ainsi que de la nature temporaire des facteurs agissant sur l'activité à court terme, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2013, ce qui correspond à une marge de ressources inutilisées similaire à celle prévue dans le *Rapport* d'avril.

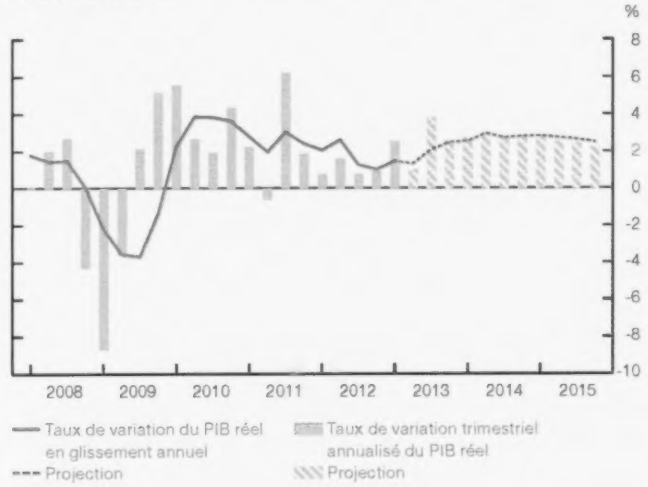
La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 1/4 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2013.

L'économie réelle

La Banque continue de prévoir que la vigueur sous-jacente de l'économie canadienne s'améliorera jusqu'au milieu de 2014 à la faveur de l'accroissement de la demande extérieure et du raffermissement de la confiance des entreprises (**Graphique 23** et **Tableau 2**). Néanmoins, la lenteur de la reprise de la demande aux États-Unis et dans le monde continue de faire souffler un fort vent contraire sur l'économie du Canada, en particulier dans le contexte actuel de compression accrue des dépenses des ménages et des administrations publiques. Par conséquent, comme dans le *Rapport* d'avril, la Banque estime que le profil d'évolution du PIB réel au Canada restera relativement modeste pour ce stade-ci du cycle économique (**Graphique 24**).

La vigueur sous-jacente de l'économie canadienne devrait s'améliorer.

Graphique 23 : **La croissance du PIB réel devrait augmenter jusqu'au milieu de 2014...**



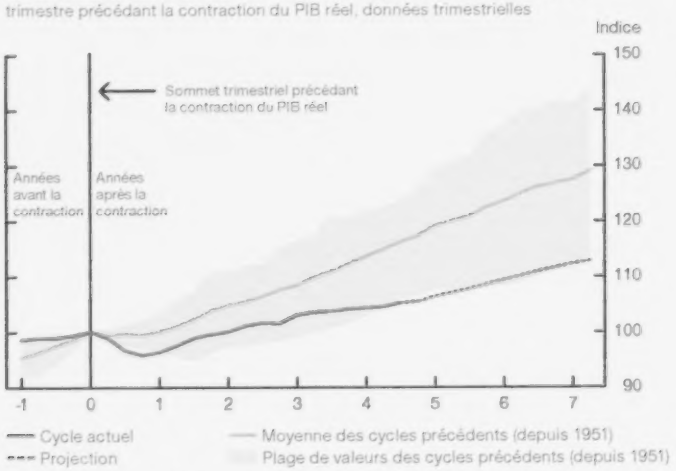
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a]

	2012	2013	2014	2015
Consommation	1,1 (1,2)	1,0 (1,2)	1,4 (1,3)	1,5 (1,4)
Logement	0,4 (0,4)	-0,1 (-0,2)	-0,1 (-0,1)	0,0 (0,0)
Administrations publiques	0,3 (-0,1)	0,3 (0,1)	0,0 (0,1)	0,1 (0,1)
Investissements fixes des entreprises	0,6 (0,6)	0,2 (0,4)	0,6 (0,8)	0,9 (0,8)
Total partiel : demande intérieure finale	2,3 (2,1)	1,4 (1,5)	1,9 (2,1)	2,5 (2,3)
Exportations	0,4 (0,5)	0,8 (0,7)	1,4 (1,5)	1,3 (1,4)
Importations	-1,0 (-1,0)	-0,2 (-0,6)	-0,8 (-1,0)	-1,1 (-1,0)
Total partiel : exportations nettes	-0,6 (-0,5)	0,6 (0,1)	0,6 (0,5)	0,2 (0,4)
Stocks	0,0 (0,3)	-0,2 (-0,1)	0,2 (0,2)	0,0 (0,0)
PIB	1,7 (1,8)	1,8 (1,5)	2,7 (2,8)	2,7 (2,7)
Pour mémoire :				
Production potentielle	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)	2,1 (2,1)
Revenu intérieur brut réel	1,5 (1,5)	1,8 (1,9)	2,8 (2,6)	3,0 (2,8)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Encadré 2 de la livraison d'octobre 2012 du *Rapport*.

Graphique 24 : **... mais le niveau d'activité demeure relativement modeste pour ce stade-ci du cycle économique**
Évolution comparative du PIB réel sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

L'économie canadienne devrait se remettre à tourner à plein régime vers le milieu de 2015.

Ainsi qu'il a été indiqué précédemment, la croissance économique au pays devrait être volatile à court terme. Elle devrait s'élever graduellement, passant d'un taux moyen de 2,4 % aux deuxième et troisième trimestres de 2013 à 2,8 % au second trimestre de 2014 (**Tableau 3**). Compte tenu de cette projection relative au PIB réel, l'économie canadienne devrait se remettre à tourner à plein régime vers le milieu de 2015, conformément à ce qu'on envisageait en avril.

La Banque s'attend à ce que les exportations continuent de croître à un rythme solide.

La Banque s'attend à ce que les exportations, qui avaient nettement augmenté au premier trimestre, continuent de croître à un rythme solide. La poursuite du redressement des investissements des entreprises et de

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne[a]

	2012	2013				2014				2015			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	0,9 (0,6)	2,5 (1,5)	1,0 (1,8)	3,8 (2,3)	2,5 (2,8)	2,7 (3,0)	2,8 (3,0)	2,8 (3,0)	2,8 (2,8)	2,8 (2,8)	2,5 (2,5)	2,4 (2,3)	2,2 (2,1)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,1)	1,4 (1,2)	1,3 (1,2)	2,1 (1,6)	2,4 (2,1)	2,5 (2,5)	2,9 (2,8)	2,7 (2,9)	2,8 (2,9)	2,8 (2,9)	2,7 (2,8)	2,6 (2,6)	2,5 (2,4)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,2 (1,2)	1,3 (1,3)	1,1 (1,2)	1,3 (1,4)	1,6 (1,7)	1,5 (1,7)	1,7 (1,8)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,0 (1,0)	0,9 (0,9)	0,7 (1,0)	1,1 (1,2)	1,4 (1,6)	1,4 (1,6)	1,6 (1,7)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	0,8 (0,8)	0,9 (0,9)	0,8 (1,1)	1,2 (1,3)	1,5 (1,7)	1,5 (1,7)	1,6 (1,7)	1,8 (1,9)	1,9 (1,9)	1,9 (1,9)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI[b] (niveau)	88 (88)	94 (94)	94 (94)	103 (95)	100 (94)	97 (93)	94 (92)	93 (91)	91 (90)	90 (90)	88 (89)	87 (88)	86 (88)
Brent[b] (niveau)	110 (110)	113 (113)	103 (106)	106 (106)	105 (104)	103 (103)	102 (102)	100 (101)	99 (100)	98 (99)	96 (98)	95 (97)	94 (96)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison d'avril 2013 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 juillet 2013.

Graphique 25 : Les exportations canadiennes devraient croître à un rythme solide...

Croissance en glissement annuel, données trimestrielles

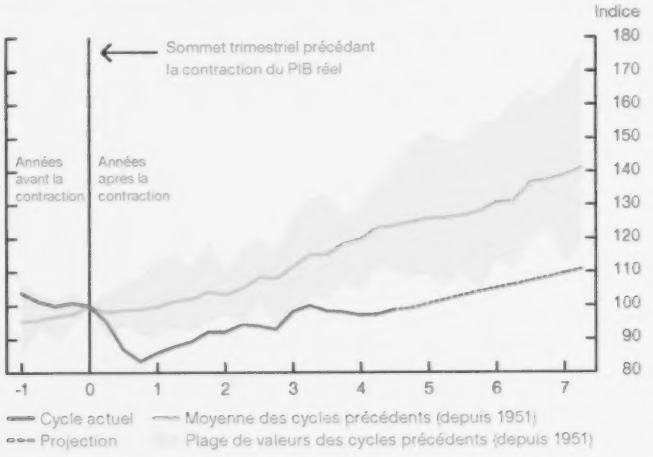
Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

l'investissement résidentiel aux États-Unis devrait être particulièrement bénéfique aux secteurs d'exportation qui jusqu'ici accusaient un retard, notamment ceux des machines et matériel et du bois d'œuvre (**Graphique 25**). La diversification du commerce extérieur du Canada en direction des économies connaissant un essor rapide devrait aussi aider le pays à améliorer ses résultats au chapitre des exportations[7]. Cependant, malgré les perspectives de croissance solide, le niveau des exportations ne devrait pas revenir à son sommet antérieur à la récession avant le second semestre de 2014 (**Graphique 26**). Cela tient non seulement à la lenteur qui caractérise la reprise mondiale, mais également aux défis qui subsistent sur le plan de la

7 D'après les résultats du sondage sur l'indice de confiance commerciale réalisé au printemps 2013 par Exportation et développement Canada, un tiers des entreprises affirmaient avoir commencé à exporter vers de nouveaux marchés depuis deux ans, et la moitié environ comptait prendre de l'expansion dans de nouveaux pays au cours des deux prochaines années, en s'attachant à développer des marchés en croissance.

Graphique 26 : ... même si leur niveau demeure faible par rapport aux cycles précédents

Évolution comparative des exportations, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

compétitivité et aux contraintes de capacité qui, dans certains secteurs, limitent l'aptitude des exportateurs canadiens à répondre rapidement à une montée de la demande étrangère (**Encadré 2**).

La Banque prévoit que le rythme d'expansion des investissements fixes des entreprises se renforcera.

Après avoir connu une nette reprise par rapport aux faibles niveaux enregistrés dans la foulée de la récession de 2008-2009, la progression des investissements fixes des entreprises a fléchi ces derniers trimestres sous l'effet des préoccupations entourant le dynamisme de la demande tant intérieure qu'étrangère et également en raison de problèmes touchant le secteur primaire. En conséquence, il est probable que le taux d'augmentation des investissements fixes des entreprises demeurera modéré à court terme, malgré la situation financière saine des firmes canadiennes dans leur ensemble, les conditions de crédit avantageuses, la vigueur du dollar canadien ainsi que l'incitation à améliorer la productivité dans un contexte où les entreprises sont confrontées à des pressions accrues pour devenir plus concurrentielles. La Banque prévoit que le rythme d'expansion des investissements fixes des entreprises se renforcera pendant la période de projection, à mesure que la reprise des exportations canadiennes s'enracinera plus fermement et donnera lieu à une confiance accrue au sujet des perspectives de la demande mondiale.

Au premier trimestre de 2013, les dépenses des ménages n'ont pas réussi à fournir un apport notable à la croissance du PIB réel pour la première fois depuis le début de 2009, la consommation n'ayant augmenté que modestement et l'investissement résidentiel ayant reculé pour le troisième trimestre d'affilée. Cette évolution s'inscrit dans le fil d'une tendance récente selon laquelle les dépenses des ménages progressent plus lentement et qui, combinée aux révisions à la baisse du ratio de la dette au revenu et aux révisions à la hausse du taux d'épargne (**Graphique 27**), semble indiquer une prudence accrue de la part des ménages.

La consommation devrait croître à un rythme modéré.

La Banque prévoit que la consommation croîtra à un rythme modéré, légèrement supérieur au taux de croissance du revenu disponible. Le taux d'épargne devrait néanmoins rester largement au-dessus du niveau moyen

Encadré 2

La capacité de réponse des exportateurs canadiens à une hausse de la demande étrangère

Dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises, les bureaux régionaux de la Banque consultent chaque trimestre les firmes pour connaître leur opinion au sujet de l'évolution de l'activité économique au cours des douze mois à venir. Lors de l'enquête de cet été, ils ont interrogé les exportateurs[1] sur les moyens par lesquels ils pourraient répondre à une hausse de la demande étrangère à l'égard de leurs produits et services. Environ les deux tiers d'entre eux ont indiqué avoir une certaine latitude pour y faire face à court terme grâce à une utilisation plus intensive de leur capacité de production au Canada. Ces entreprises évoquent surtout le fait qu'elles disposent d'une certaine flexibilité pour ajuster l'ampleur de leurs opérations (par l'embauche de travailleurs temporaires, le recours aux heures supplémentaires, l'achat de produits finis, la location d'installations de concurrents, etc.) ou qu'elles pourraient remettre en service des capacités inutilisées (**Graphique 2-A**). Un pourcentage relativement faible d'exportateurs ont signalé qu'ils avaient récemment renforcé leur capacité de production au Canada en prévision d'une augmentation soutenue de la demande étrangère. Dans les récentes enquêtes, des firmes ont fait état du report de certains projets d'immobilisations importants visant à accroître leur potentiel de production à long terme, vu l'incertitude qui subsiste quant à la demande extérieure. Un grand nombre d'entreprises ont par ailleurs déclaré qu'elles pourraient aussi au besoin mettre à contribution leurs installations à l'extérieur du pays.

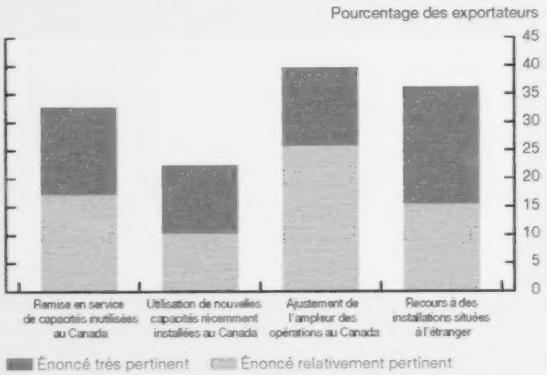
Bien que la plupart des exportateurs se considèrent à même de réagir à une hausse de la demande à l'aide de leurs installations canadiennes, divers facteurs pèsent sur leurs perspectives d'exportation. Un certain nombre d'entre eux estiment que les investissements qu'ils ont récemment effectués afin d'augmenter leur efficacité, d'abaisser leurs coûts ou d'améliorer leur accès aux marchés étrangers les ont rendus compétitifs à l'échelle mondiale (**Graphique 2-B**), alors que d'autres ont fait remarquer que la demande américaine se redresse au moment même où ils entreprennent les investissements nécessaires. Maintes entreprises évoquent de fortes pressions concurrentielles sur le marché des États-Unis, attribuables à l'existence de surcapacités au sud de la frontière et à la concurrence intense de sociétés étrangères autres qu'américaines. Dans bien des cas, des contraintes liées à la chaîne d'approvisionnement ou à d'autres facteurs entravent les possibilités d'expansion des ventes à l'extérieur du Canada.

Les résultats des consultations menées auprès des entreprises des secteurs du bois d'œuvre et de l'automobile, qui jouent traditionnellement un rôle important dans la tenue des exportations canadiennes, illustrent bien les influences qui s'exercent. De nombreux producteurs de bois d'œuvre ont pris des mesures en vue de se réoutiller et de remettre en service des installations inutilisées dans le but de disposer de capacités suffisantes pour répondre à des hausses de la demande étrangère et intérieure. Parallèlement,

(suite à la page suivante)

Graphique 2-A : Les entreprises canadiennes pourraient faire face de plusieurs manières à une hausse inattendue de la demande étrangère

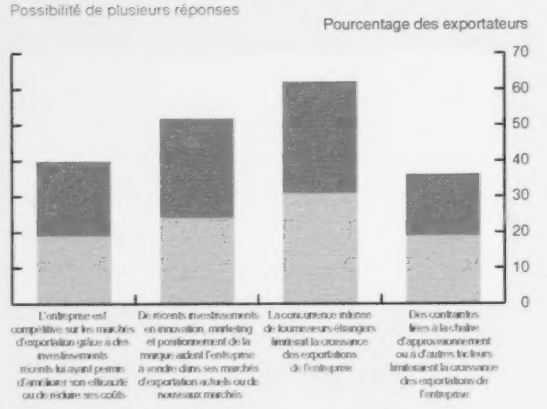
Possibilité de plusieurs réponses



Source : enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises (été 2013)

Graphique 2-B : Évaluation que font les entreprises de leur position concurrentielle et des contraintes auxquelles elles sont exposées

Possibilité de plusieurs réponses



Source : enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises (été 2013)

1 Parmi la centaine d'entreprises ayant participé à cette enquête, cinquante-huit ont actuellement des activités d'exportation.

Encadré 2 (*suite*)

beaucoup d'entreprises canadiennes ont fait l'acquisition de scieries et d'installations de fabrication de produits du bois aux États-Unis afin de contourner les barrières commerciales et de profiter de coûts de production moindres. Ainsi, la décision d'augmenter la production canadienne ou américaine des entreprises est influencée par la disponibilité du bois d'œuvre, les structures de coûts respectives, la logistique et les contraintes réglementaires. De la même manière, les changements structurels opérés dans l'industrie automobile au cours de la dernière décennie ont mené à des modifications dans les types de véhicules construits au Canada et dans leurs lieux d'assemblage au sein d'un marché nord-américain très intégré. Comme certains segments du secteur tournent déjà à plein régime, de nouveaux investissements seront nécessaires. Or les entreprises installées au Canada doivent de plus en plus rivaliser avec celles de l'étranger pour attirer ces nouveaux capitaux.

Dans l'ensemble, les résultats des consultations donnent à penser qu'à court terme, la plupart des exportateurs disposent d'une certaine latitude pour répondre à un renforcement de la demande étrangère en s'appuyant sur leurs activités canadiennes; toutefois, la disponibilité d'installations de production à l'étranger et certains défis de compétitivité pourraient limiter leurs efforts en ce sens. Des investissements additionnels devront être réalisés à moyen et long terme en vue d'accroître la capacité d'exportation du Canada et de faire en sorte que les entreprises canadiennes puissent tirer leur épingle du jeu dans un marché mondial de plus en plus concurrentiel. L'incertitude entourant la composition de la croissance future de la demande et le moment où cette croissance se matérialisera freine ces investissements.

Graphique 27 : **Des données récentes semblent indiquer une prudence accrue de la part des ménages**

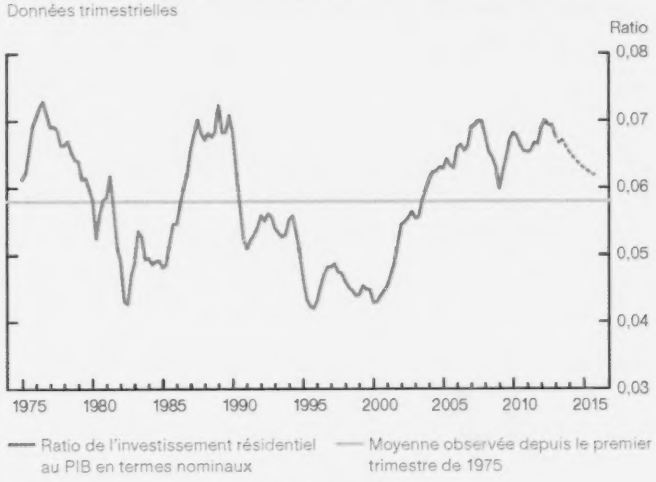
Source : Statistique Canada — Dernières observations : 2012T4 et 2013T1

L'investissement résidentiel devrait reculer encore par rapport aux sommets historiques atteints précédemment.

qu'il affichait au cours de la dernière décennie, ce qui cadre avec la persistance d'une certaine prudence des ménages sur fond de niveaux d'endettement élevés. L'investissement résidentiel devrait reculer encore par rapport aux sommets historiques atteints précédemment (**Graphique 28**), compte tenu d'un repli de l'activité dans la construction neuve qui vient corriger la surconstruction observée antérieurement (**Graphique 29**), ce qui aidera à placer le secteur du logement sur une trajectoire plus viable. Les hausses récentes des taux hypothécaires fixes exerceront également un certain effet modérateur. Bien que la Banque s'attende à ce que, au cours de la période de projection, la prudence dont font preuve les ménages continue d'avoir pour effet de brider leurs dépenses, il est possible que, les conditions d'emprunt restant très avantageuses, ces dépenses prennent un nouvel élan. Le rebond du marché du logement ces derniers mois, dont rendent compte les

Graphique 28 : **La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait reculer par rapport aux sommets historiques atteints précédemment**

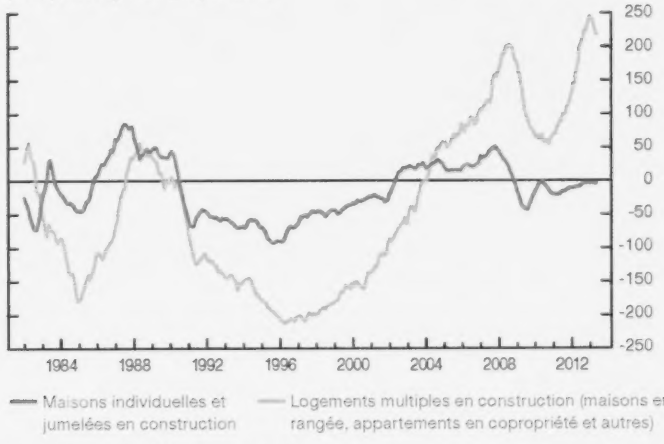
Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 29 : **Malgré un certain ralentissement dans le secteur de la construction résidentielle neuve, des signes de surconstruction demeurent**

Écart calculé par rapport à la moyenne historique après correction pour tenir compte de la population âgée de 25 ans et plus; nombre d'unités par 100 000 habitants, principales régions métropolitaines



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

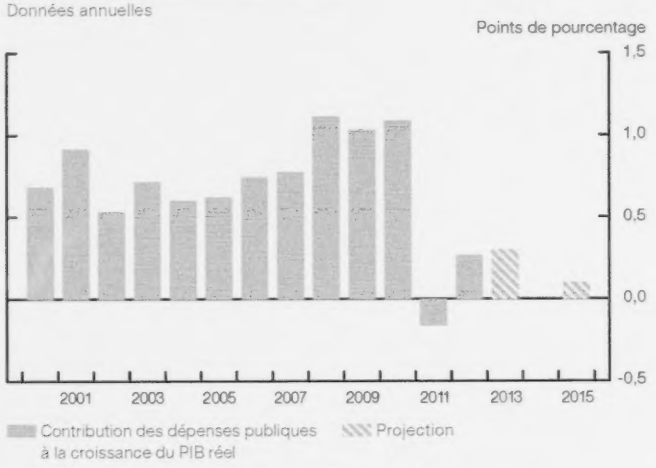
Dernière observation : mai 2013

indicateurs relatifs à la construction neuve, à l'activité sur le marché de la revente et aux prix des maisons, renforce cette possibilité — bien qu'il faille s'attendre à une certaine variation autour de la tendance dans le contexte d'une évolution constructive des déséquilibres des finances des ménages.

Les dépenses publiques ne devraient fournir qu'un apport minime à la croissance du PIB réel durant la période de projection (**Graphique 30**). Si cet apport est beaucoup plus faible que ce qui a été observé normalement par le passé, il cadre avec les plans d'assainissement des dépenses annoncés par les gouvernements fédéral et provinciaux et les administrations locales.

Graphique 30 : Les dépenses publiques ne devraient fournir qu'un apport minime à la croissance du PIB réel

Données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

L'inflation

L'inflation est restée basse ces derniers mois et devrait demeurer modérée à court terme.

L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence sont restées à des niveaux bas ces derniers mois et devraient demeurer modérées à court terme (**Graphique 31**).

Le faible rythme d'accroissement de l'indice de référence, qui se chiffrait en moyenne à 1,1 % en avril et mai, continue de refléter une marge notable et persistante de capacités excédentaires; des pressions concurrentielles accrues chez les détaillants, provenant de sources tant intérieures qu'étrangères; une progression des salaires relativement modérée dans le contexte d'un marché du travail stagnant; et plusieurs facteurs sectoriels temporaires (**Encadré 3**). Une certaine incertitude subsiste quant à l'importance de chacun de ces facteurs pour expliquer le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence. L'inflation mesurée par l'IPC global, qui était en moyenne de 0,6 % en avril et mai, a été limitée non seulement par le bas niveau de l'inflation mesurée par l'indice de référence mais aussi par la baisse des coûts d'intérêt hypothécaire.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait revenir graduellement à la cible vers le milieu de 2015.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée au cours des prochains trimestres. L'économie retournant graduellement à son plein potentiel et les attentes d'inflation étant bien ancrées, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter pour atteindre 2 % vers le milieu de 2015[8]. De plus, bien que la progression des salaires ait été relativement modeste récemment, la croissance de la productivité a été faible. Par conséquent, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est hissée un peu au-dessus de 2 % ces derniers trimestres (**Graphique 32**) et devrait favoriser la montée graduelle de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Parallèlement à cette montée, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait revenir graduellement à la cible vers le milieu de 2015.

8 Comme on le supposait auparavant, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection (voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport*).

Encadré 3

Les facteurs spéciaux expliquant la récente faiblesse de l'inflation mesurée par l'indice de référence

Bien que la persistance de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne et la concurrence accrue dans le commerce de détail aient réduit l'inflation mesurée par l'indice de référence, des facteurs spéciaux ont aussi eu un rôle à jouer. Le présent encadré s'intéresse à certains de ces facteurs clés, notamment l'incidence des cours des produits de base agricoles et la progression plus lente que d'ordinaire des prix intérieurs réglementés. Comme le montre le **Graphique 3-A**, l'alimentation est la composante qui a, en 2013, freiné le plus l'inflation mesurée par l'indice de référence comparativement à la moyenne; viennent ensuite les services hors logement, dont les prix ont été particulièrement influencés par les primes d'assurance automobile[1].

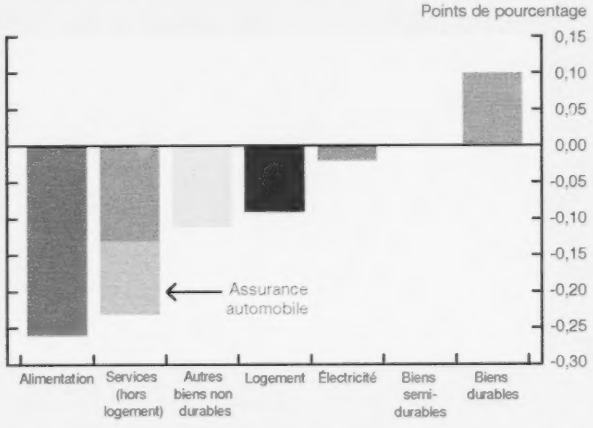
L'augmentation des prix des aliments a été en bonne partie dictée par les mouvements mondiaux des cours des produits de base

Au Canada et dans d'autres grandes économies avancées, la montée, en 2011, de l'inflation sous-jacente des prix des aliments et le déclin qui a suivi concordent en gros avec les mouvements passés des cours mondiaux des produits agricoles (**Graphique 3-B** et **Graphique 3-C**). Au moment où la hausse des prix des aliments a atteint son apogée, fin 2011 et début 2012, l'incidence des cours plus élevés des produits agricoles sur les prix à la consommation a porté, au Canada, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPCX) à un niveau dépassant d'environ 0,2 point de pourcentage sa moyenne historique. Cette année, en moyenne, la faible augmentation du coût des aliments découlant du cycle des cours des produits de base a entraîné un repli d'ampleur équivalente du taux d'accroissement d'IPCX. Les cours des produits agricoles se sont stabilisés au deuxième semestre de 2012, mais la hausse des prix des aliments compris dans l'indice de référence a continué de ralentir au Canada, ce qui laisse croire que les pressions concurrentielles accrues dans le secteur de l'alimentation au détail au pays ont peut-être elles aussi fait baisser les prix durant cette période. La stabilité relative des cours des produits agricoles au sein de l'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada en 2013, conjuguée au climat concurrentiel, incite à penser que les prix des aliments inclus dans l'indice de référence ne se remettront que graduellement à augmenter à des taux plus proches de la normale.

(suite à la page suivante)

Graphique 3-A : L'alimentation est la composante ayant le plus freiné l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2013

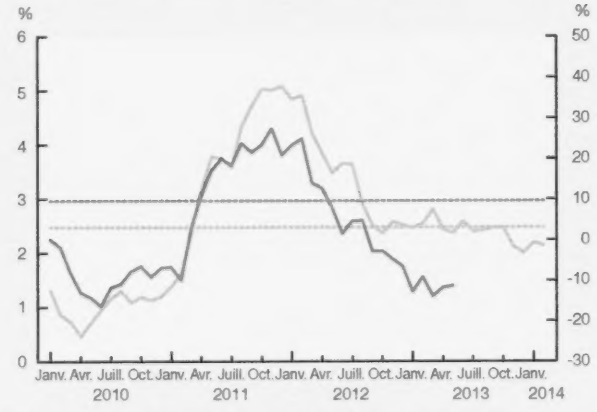
Composantes ayant contribué à l'écart de l'inflation mesurée par l'indice de référence (en glissement annuel) par rapport à sa moyenne sur dix ans, de janvier à mai 2013



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 3-B : L'évolution des prix des aliments compris dans l'indice de référence a reflété en grande partie le cycle des cours des produits de base

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



— Prix des aliments selon l'indice de référence (échelle de gauche)
--- Moyenne historique des prix des aliments selon l'indice de référence (dix dernières années, échelle de gauche)
— Prix des produits agricoles selon l'IPPB (exprimés en $ CAN et avancés de huit mois, échelle de droite)
--- Moyenne historique des prix des produits agricoles selon l'IPPB (dix dernières années, échelle de droite)

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

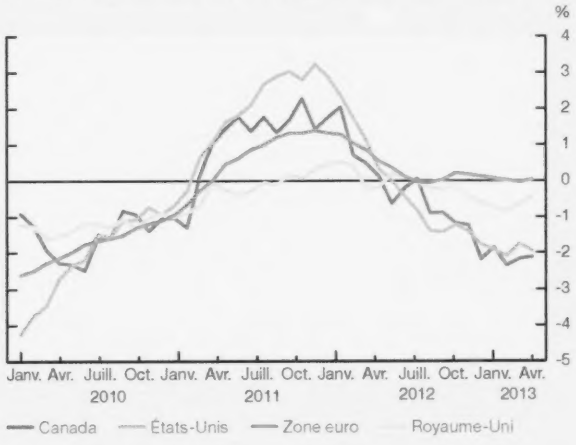
Dernières observations : mai et juin 2013

1 Les aliments représentent 17 % du panier d'IPCX; les services hors logement, 27 %; les services liés au logement, 22 %; les biens non durables, 7 %; et les tarifs d'électricité, 3 %.

Encadré 3 (*suite*)

Graphique 3-C : Dans d'autres grandes économies avancées, les prix des aliments ont également progressé faiblement

Écart entre le taux d'augmentation des prix des aliments (hors fruits, légumes et aliments achetés au restaurant) et sa moyenne sur dix ans, données mensuelles

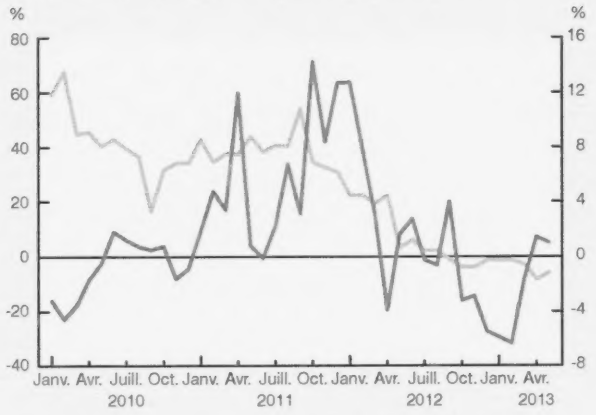


Sources : Statistique Canada, Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2013

Graphique 3-D : Le ralentissement de la hausse des prix réglementés ne concerne que certaines provinces

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

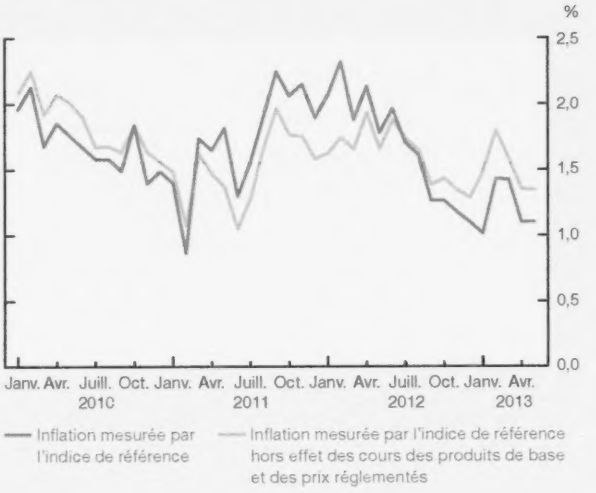
Dernière observation : mai 2013

Les prix réglementés ont également tenu un rôle dans la récente faiblesse de l'inflation mesurée par l'indice de référence

La faible progression qu'a affichée dernièrement IPCX s'explique aussi par le comportement de certains prix réglementés (**Graphique 3-D**). Par exemple, des pannes dans certaines centrales ont fait flamber de 71 % (en glissement annuel) les tarifs d'électricité en Alberta à la fin de 2011, mais ceux-ci ont depuis redescendu considérablement, et touché un creux plus tôt cette année. De plus, des changements réglementaires apportés en Ontario ont maintenu les primes d'assurance automobile[2] à un niveau relativement inchangé en 2012, après quelques années de majorations substantielles. Globalement, l'évolution de ces prix réglementés compte pour 0,1 point de pourcentage de la baisse de l'inflation mesurée par IPCX comparativement à sa moyenne historique. Le régime réglementaire actuel de l'assurance automobile en Ontario et la réduction de primes proposée dans le budget de la province pour 2013 donnent à penser que la faible croissance des primes par rapport à ce qui a été observé dans le passé pourrait se poursuivre encore quelque temps. Par ailleurs, les répercussions sur les prix de l'électricité des pannes subies par les centrales albertaines ont déjà disparu des progressions en glissement annuel. Les augmentations de tarif annoncées en Alberta au troisième trimestre devraient provoquer, à court terme, une remontée générale des prix de l'électricité compris dans l'IPC.

Graphique 3-E : Le cycle des cours des produits de base et l'évolution des prix réglementés ont accentué les variations de l'inflation mesurée par l'indice de référence

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mai 2013

2 Les primes d'assurance automobile, qui font partie des services hors logement, comptent pour 3 % du panier de l'indice de référence.

(*suite à la page suivante*)

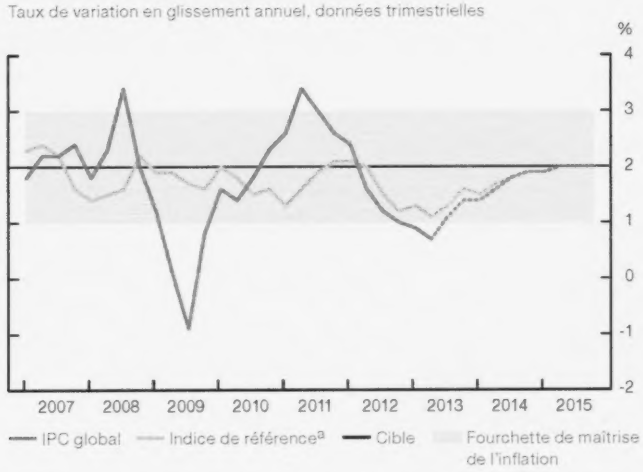
Encadré 3 (*suite*)

N'eussent été les facteurs spéciaux susmentionnés, qui ont amputé IPCX d'environ 0,3 point de pourcentage par rapport à la moyenne, le ralentissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence aurait été bien moins prononcé; le taux d'augmentation d'IPCX aurait avoisiné 1,7 % en glissement annuel au premier semestre de 2012 et aurait diminué encore un peu ces derniers mois (voir le **Graphique 3-E**, à la page 30)[3].

3 Pour annuler l'effet de ces facteurs spéciaux sur cette mesure de l'inflation, nous avons postulé pour les prix des aliments et des biens semi-durables, les tarifs d'électricité et les primes d'assurance automobile un taux d'accroissement conforme à leur moyenne historique sur dix ans, et laissé les autres composantes d'IPCX progresser au taux observé.

Graphique 31 : **L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir au-dessous de 2 % jusqu'au milieu de 2015**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

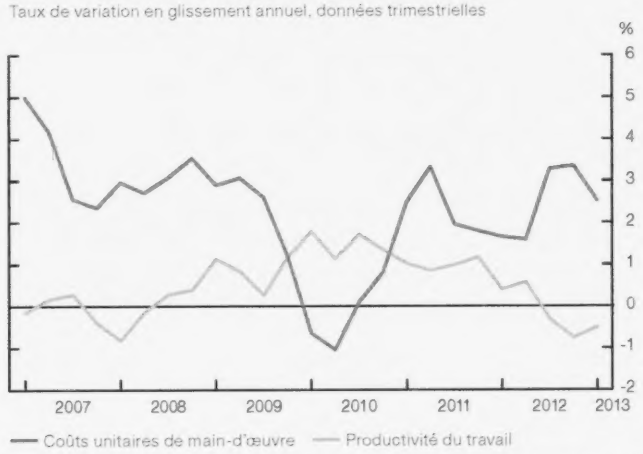


a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 32 : **Sous l'effet de la faiblesse de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté récemment**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2013T1

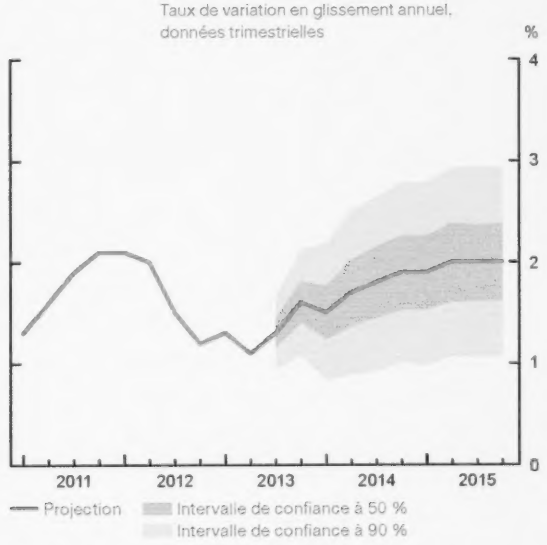
Les indicateurs des attentes d'inflation sont conformes à la projection de la Banque selon laquelle l'inflation devrait rester en deçà de la cible de 2 % jusqu'au milieu de 2015 environ. À cet égard, les compilations de Consensus Economics publiées en juillet font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,1 % pour 2013 et de 1,7 % pour 2014. Selon les résultats de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises, les attentes d'inflation ont diminué à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, une majorité légèrement plus élevée de firmes étant d'avis que l'inflation mesurée par l'IPC global continuera de se situer dans la moitié inférieure de cette fourchette pendant les deux prochaines années. Un certain nombre d'entreprises ont indiqué que leurs attentes étaient fondées notamment sur le climat de faible croissance. Dans le contexte de volatilité accrue qui a caractérisé les marchés financiers ces dernières semaines, les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché ont aussi légèrement diminué, mais elles continuent de concorder avec la cible de 2 %.

La projection de la Banque intègre une trajectoire de la politique monétaire compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation. Des indications à ce sujet sont fournies dans le communiqué qui accompagne le présent rapport.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 33** et le **Graphique 34** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du troisième trimestre de 2013 à la fin de 2015.

Graphique 33 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

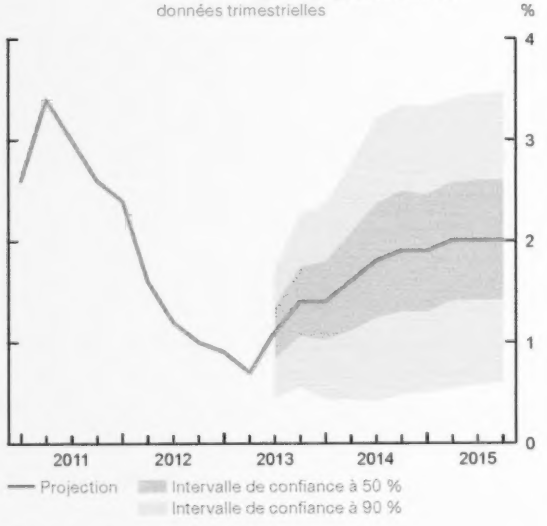
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 34 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

Les nombreux risques à la hausse et à la baisse qui pèsent sur l'évolution de l'inflation projetée sont équilibrés dans les perspectives dont fait état la présente livraison du *Rapport*. Quatre principaux risques sont décrits ci-après : trois sont associés à la conjoncture extérieure, et un autre, à la situation économique intérieure.

1) *Demande privée plus forte aux États-Unis*

Le principal risque à la hausse en matière d'inflation au Canada tient à la possibilité que la demande privée aux États-Unis soit plus forte qu'escompté. La solide reprise du marché du logement et, plus généralement, de l'économie américaine pourrait engendrer une progression plus soutenue du revenu du travail. De plus, en raison de l'augmentation des prix des maisons et des actions, le processus de désendettement des ménages pourrait prendre fin plus tôt que prévu. L'ensemble de ces évolutions entraînerait une expansion plus rapide de la consommation et de l'investissement résidentiel qui, à son tour, conduirait les entreprises à se montrer plus confiantes et disposées à investir et à embaucher, créant ainsi un cercle vertueux de la demande privée américaine. Celui-ci s'accompagnerait sans doute d'une remontée des taux d'intérêt, laquelle exercerait des pressions à la hausse sur les taux au Canada, mais ces pressions seraient largement compensées par l'accélération de la croissance du PIB réel américain. La vigueur de la demande aux États-Unis se transmettrait à l'économie canadienne par le canal des échanges commerciaux et du renchérissement des produits de base.

2) *Crise de la zone euro*

L'incapacité de contenir la crise en Europe continue d'être le risque à la baisse le plus important auquel sont exposées les économies mondiale et canadienne. Le Canada a une exposition financière et commerciale directe qui est certes limitée vis-à-vis de l'Europe. Néanmoins, si un pays ou une grande banque de la zone euro subissait une perte d'accès aux marchés de la dette, et que cela entraînait un effondrement de la confiance, la transmission aux États-Unis de ces perturbations financières pourrait provoquer dans ce pays un creusement des écarts de crédit et une chute du cours des actions. Les exportations et l'activité économique intérieure du Canada se ressentiraient alors vivement des contrecoups d'un affaiblissement de la demande et des turbulences des marchés financiers chez notre voisin du sud.

Même si la situation dans la zone euro reste circonscrite, l'activité pourrait y demeurer faible plus longtemps que projeté en raison de la lassitude qu'éprouve la société à l'endroit des réformes, de la persistance

d'un taux de chômage élevé et des retards pris dans le nécessaire processus de réforme institutionnelle et d'assainissement des bilans. L'action conjuguée d'une détérioration de l'activité à l'étranger, d'une hausse des marges d'intermédiation, d'un recul des prix des produits de base et des effets négatifs sur la confiance freinerait la croissance de l'économie canadienne.

3) *Correction désordonnée des déséquilibres dans le secteur des ménages*

Le haut niveau d'endettement des ménages et les déséquilibres qui touchent certains segments du marché du logement constituent toujours le principal risque d'origine interne pesant sur l'économie canadienne. Ces derniers mois, les déséquilibres dans le secteur des ménages ont connu une évolution constructive. Cela dit, en dépit du repli continu de la croissance du crédit, le niveau d'endettement reste élevé. De plus, certaines des données les plus récentes laissent entrevoir le risque d'un regain de dynamisme sur le marché du logement, dans un contexte de taux d'emprunt qui demeurent très bas. Cette évolution donnerait un coup de fouet à l'activité économique et ferait augmenter provisoirement l'inflation, mais, surtout, elle exacerberait les déséquilibres actuels, accentuant ainsi la probabilité d'une correction ultérieure plus sévère, qui pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.

4) *Expansion plus modérée en Chine et dans d'autres économies émergentes*

Les efforts déployés par les autorités chinoises pour atténuer les risques financiers intérieurs pourraient se traduire par un tassement plus accentué qu'escompté de la croissance du crédit et par une longue période de réduction du levier d'endettement. Il est également possible que le ralentissement de l'activité qui est en cours dans d'autres pays émergents soit plus prononcé et plus durable que la Banque ne l'a projeté. En particulier, la normalisation prévue de la politique monétaire aux États-Unis pourrait, dans ces pays, déclencher des mouvements de sortie de capitaux de plus grande ampleur, durcir les conditions du crédit et accroître la volatilité des prix des actifs. D'importantes réformes structurelles, qui sont nécessaires afin de relever le rythme de la croissance potentielle, pourraient aussi s'en trouver retardées. Le choc se transmettrait à l'économie canadienne sous forme d'exportations moins élevées, de prix des produits de base plus faibles et d'une détérioration des termes de l'échange pour notre pays.